

332.6  
KHU  
e @.1

**EVALUASI KINERJA REKSADANA SAHAM**  
**Periode Januari 1999 - Desember 1999**

***TESIS***

*Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen  
Universitas Diponegoro  
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh  
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen*



**Diajukan Oleh :**

**Nama : Nurul Khusniyati, SH**  
**NIM : C4A098209**

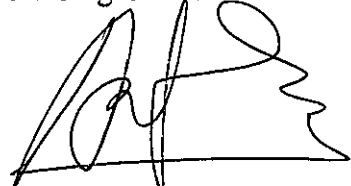
**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN**  
**PROGRAM PASCA SARJANA**  
**UNIVERSITAS DIPONEGORO**  
**TAHUN 2000**

*Tesis berjudul*

**EVALUASI KINERJA REKSADANA SAHAM**  
**Periode Januari 1999 – Desember 1999**

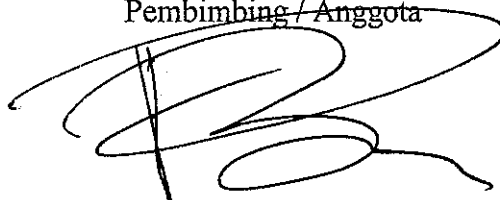
*Yang dipersiapkan dan disusun oleh*  
*Nurul Khusniyati, SH*  
*Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji*  
*Pada tanggal 25 Juli 2000*  
*Dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima*

Pembimbing Utama / Ketua



Drs. Arifin Sabehi, M.Com ( Hons ), Akt

Pembimbing / Anggota



Dr. Purbayu Budi Santoso, MS

*Semarang, Agustus 2000*

*Universitas Diponegoro*  
*Program Pascasarjana*  
*Program Studi Magister Manajemen*  
*Ketua Program,*



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

## ABSTRAKSI

Investor dalam melakukan investasi pada reksadana saham akan memilih reksadana saham yang memberikan *return* yang tinggi ( yang dapat dilihat dari pertumbuhan *Net Assets Value*-nya ). Pada umumnya tingkat pertumbuhan dari NAB reksadana saham selama periode Januari 1999 – Desember 1999 sangat fluktuatif, hal ini menunjukkan bahwa investasi pada reksadana saham sangat berisiko, walaupun menjanjikan tingkat keuntungan yang tinggi, sehingga investor perlu mengetahui kinerja dari masing-masing reksadana saham yang akan dijadikan alternatif pilihan investasinya. Untuk menentukan reksadana saham mana yang mempunyai kinerja yang terbaik, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah bagaimanakah tingkat *return* dari masing-masing reksadana saham, apakah terdapat perbedaan pada tingkat *return* masing-masing reksadana saham. Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengevaluasi kinerja dari reksadana saham dan mendapatkan bukti empiris mengenai perbedaan pada tingkat *return* dari masing-masing reksadana saham.

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu berupa data *Net Assets Value*, data IHSG dan data tingkat suku bunga deposito rata-rata Bank-Bank Pemerintah yang diambil dengan cara *non participant observation*. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh reksadana saham yang berbentuk terbuka dengan tipe kontrak investasi kolektif ( KIK ). Teknis analisis yang digunakan adalah dengan menggunakan model CAPM yaitu *Jensen's Measure* dan uji F satu arah ( *one-way ANOVA* ) dengan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) sebesar 5 % / 0,05.

Hasil dari penelitian ini adalah dari 20 reksadana saham yang diamati terdapat 4 reksadana saham yang memperoleh tingkat *differential return* yang positif yaitu ABN AMRO Indonesia Dana Saham, BNI Reksadana Berkembang, Dana Megah Kapital, dan Danareksa Mawar, sedangkan yang lainnya memperoleh tingkat *differential return* yang negatif. Hal ini berarti bahwa hanya sebagian kecil saja dari investor yang memiliki unit penyertaan dari 20 reksadana saham yang diamati selama 1 tahun memperoleh tingkat keuntungan yang positif diatas tingkat keuntungan yang diharapkan. Dari hasil uji F dapat disimpulkan bahwa secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada tingkat keuntungan masing-masing reksadana saham. Hasil ini memberikan gambaran kepada investor bahwa apabila investor ingin berinvestasi melalui reksadana tidak perlu mempertimbangkan reksadana saham mana yang akan dipilih yang akan memberikan keuntungan yang besar, karena *return* masing-masing reksadana saham adalah sama, hal ini diduga disebabkan karena sebagian besar komposisi portofolio yang dipilih adalah sama ( pada saham *big cap*, *small cap*, maupun *blue chips* ) dan karena reksadana yang diamati berbasis sama yaitu reksadana dengan basis saham yang menginvestasikan sekurang-kurangnya 80 % dari assetsnya dalam efek ekuitas atau saham, hal inilah yang menyebabkan *return* dari 20 reksadana saham yang diamati adalah sama.

## ABSTRACT

In an equity mutual funds investment, investor will normally decide on a high return equity mutual funds ( could be known from its NAB growing ). Generally the growing level of equity mutual funds NAB during the period of January 1999 – December 1999 are very fluctuative, this discription shows that investment on an equity mutual funds takes a very high risk, even it has a high profit margin return of expectation, that's why investor have to know each equity mutual funds performance and how will become a investment choice alternative. To determine which equity mutual funds has a better movement so the main problems in this research are how high the return level of each equity mutual funds, do they have a different return level of each equity mutual fund. This research will evaluate an equity mutual funds movement, and to get an emphirical data of a different return level from each equity mutual fund.

This research use a secondary data of a Net Assets Value, IHSG data, and deposit interest rate average from a several banks which have been taken by a non participant observation. The population of this research is total open-end equity mutual funds with collective investment contract ( KIK ) type. The technique of analysis that has been used is a CAPM model such as Jensen 's Measure, and one-way ANOVA with the 5 % significant level.

The results of this research, total of 20 equity mutual funds that has been previously research are, there are four equity mutual funds that get a positive differential return level such as ABN AMRO Indonesia Dana Saham, BNI Reksadana Berkembang, Dana Megah Kapital, and Danareksa Mawar, meanwhile the others get a negative differential return levels. This point means only a minority of total investors who own sharing unit of 20 equity mutual funds that has been research during a year, get a positive return much better than they expected. From the F test result could be statistically conclude that there were no significant differences among each equity mutual funds return. This result describes to the investors that if they would to make an investment on equity mutual funds they don't have to consider which equity mutual funds are going to give a good return. This prediction has been affected by the majority of portfolio composition that has been chosen are totally the same ( in a big cap stock, small cap, or even a blue chips ) since that has been research basically the same as well as equity mutual funds with at least 80 % invested stock of its assets in an equity effect or stock, this all impact to the return of 20 equity mutual funds that has been researched will also be.

## KATA PENGANTAR

Dengan mengucapkan puji syukur ke hadirat Allah SWT, tesis yang diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro untuk memenuhi sebagian syarat guna memperoleh derajat sarjana S – 2 Magister Manajemen ini dapat selesai dengan sebaik mungkin. Adapun judul tesis ini adalah : “Evaluasi Kinerja Reksadana Saham Periode Januari 1999 – Desember 1999”.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada :

1. Bapak Drs. Arifin Sabeni, M.Com ( Hons ). Akt., selaku Dosen Pembimbing I yang telah dengan ikhlas dan sabar berkenan memberikan bimbingan, arahan dan petunjuk serta bantuan sehingga tesis ini dapat selesai.
2. Bapak Dr. Purbayu Budi Santoso, MS selaku Dosen Pembimbing II yang telah sabar dan ikhlas dalam memberikan bimbingan, arahan dan petunjuk sehingga tesis ini dapat terselesaikan dengan baik.
3. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku Direktur Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
4. Bapak Dr. Augusty Tae Ferdinand, MBA, selaku Deputy Direktur Bidang Akademik Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
5. Seluruh staf pengajar dan administrasi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

6. Ibu dan Bapak tercinta serta kakak dan adikku tersayang yang tiada pernah berhenti memberikan dorongan dan doa serta semangat sehingga tesis ini dapat selesai.
7. Mas Iwan dan Ananda Raffa tercinta, dengan kasih sayangnya, serta tiada pernah berhenti memberikan dorongan, doa dan semangat sehingga tesis ini selesai.
8. Teman-teman dari angkatan X – C Pagi dan jurusan Manajemen Keuangan dan Perbankan Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
9. Dan seluruh pihak yang membantu hingga selesainya tesis ini.

Akhir kata penulis berharap semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi penelitian selanjutnya untuk dapat lebih disempurnakan, terutama yang berminat pada bidang Manajemen Keuangan dan Perbankan.

Semarang, Juni 2000

Penulis

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN.....	ii
ABSTRAKSI .....	iii
ABSTRACT .....	iv
KATA PENGANTAR.....	v
DAFTAR TABEL.....	ix
DAFTAR LAMPIRAN.....	x
BAB I      PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	9
1.3. Tujuan Penelitian.....	9
1.4. Kegunaan Penelitian.....	9
1.5. Sistematika Penulisan.....	10
BAB II      TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS.....	12
2.1. Telaah Pustaka.....	12
2.1.1. Investasi dan Portofolio.....	12
2.1.2. Capital Assets Pricing Model.....	13
2.1.2.1 Hubungan Risiko dan Keuntungan Dalam Ruang Lingkup CAPM.....	16
2.1.3. Evaluasi Kinerja Portofolio.....	18
2.1.4. Reksadana.....	21

	2.2. Penelitian Terdahulu .....	37
	2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis .....	42
	2.4. Hipotesis.....	44
	2.5. Definisi Operasional Variabel.....	44
BAB III.	METODE PENELITIAN.....	46
	3.1. Jenis dan Sumber Data.....	46
	3.2. Populasi .....	46
	3.3. Metode Pengumpulan Data.....	47
	3.4. Teknis Analisis .....	47
BAB IV.	GAMBARAN UMUM INDUSTRI REKSADANA .....	51
	4.1. Perkembangan Reksadana.....	51
	4.2. Profil Masing-Masing Reksadana .....	56
BAB V.	PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN.....	63
	5.1. Data .....	63
	5.2. Analisis Data .....	66
	5.2.1. Evaluasi Kinerja Reksadana Saham.....	66
	5.2.2. Analisis Statistik.....	70
BAB VI.	KESIMPULAN DAN SARAN.....	72
	6.1. Kesimpulan.....	72
	6.2. Saran.....	74
	6.3. Implikasi Hasil Penelitian .....	75

DAFTAR PUSTAKA

DAFTAR RIWAYAT HIDUP



## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	'Return' Berbagai Reksadana Periode 1 Januari – 29 Desember 1998 .....	6
Tabel 2.1	Persamaan dan perbedaan antara Reksadana terbuka dan Reksadana tertutup yang berbentuk perseroan.....	23
Tabel 4.1	Perkembangan Reksadana di Indonesia Periode 1996 – Desember 1998 .....	53
Tabel 5.1	Tingkat Suku Bunga Deposito ( rata-rata ) Bank-Bank Pemerintah Periode Januari 1999 – Desember 1999 .....	65
Tabel 5.2	Daftar Peringkat Kinerja Reksadana Saham Periode 4 Januari 1999 – 30 Desember 1999.....	67

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Grafik NAB Reksadana Saham Periode Januari – Desember 1999
- Lampiran 2 Nilai Aktiva Bersih Reksadana Saham Periode 4 Januari 1999-30 Desember 1999
- Lampiran 3 Perkembangan IHSG – BEJ Periode 4 Januari 1999 – 30 Desember 1999
- Lampiran 4 Hasil Uji Beda ANOVA 20 Reksadana Saham Periode Januari - Desember 1999
- Lampiran 5 Ringkasan Persamaan Regresi yang digunakan untuk risiko tingkat Keuntungan Reksadana Periode 4 Januari 1999-30 Desember 1999
- Lampiran 6 Hasil Plotting Regresi Linier dari Persamaan Model CAPM untuk Menggambarkan garis SML ( *Security Market Line* ) 20 Reksadana Saham Periode Januari-Desember 1999

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Pada era globalisasi ini, para investor baik individu maupun institusi dihadapkan pada semakin luasnya sarana dan data mengenai kesempatan investasi di bidang keuangan. Dalam setiap keputusan investasi, perhatian investor akan diarahkan pada tingkat keuntungan ( *rate of return* ) investasi. Ia akan memilih investasi yang menjanjikan tingkat keuntungan ( *rate of return* ) tertinggi. Karena investasi yang dilakukan mengandung unsur ketidakpastian, maka seorang investor harus mempertimbangkan faktor risiko ( *risk* ) ( Suad Husnan, 1994, h.51).

Investasi yang dinilai memiliki risiko yang relatif rendah adalah dalam bentuk deposito pada bank. Pendapatan atas investasi ini adalah berupa bunga deposito, sehingga investasi ini merupakan bentuk investasi yang paling tepat bagi investor yang bersifat *risk averse*, yaitu yang cenderung tidak mengambil risiko (PT. Bursa Efek Jakarta, 1997, h.65 ). Bagi investor yang menginginkan *return* yang lebih besar dan likuid, tersedia alternatif investasi di pasar modal. Produk alternatif tersebut khusus diciptakan karena tidak semua investor memiliki keahlian maupun pengalaman dalam mengelola investasinya. Untuk menjembatani antara investor dengan Pasar Modal maka dibuatlah Reksadana (PT. Bursa Efek Jakarta, 1997, h.66 ). Di sini, investor dapat menanamkan modal di Pasar Modal dan mempercayakan dananya kepada manajer investasi untuk dikelola. Dengan investasi melalui reksa dana, investor dapat memiliki portofolio

pecahan saham, sehingga investor dengan dana terbatas tidak harus terpaku pada satu atau dua jenis saham saja.

Pada prinsipnya investasi pada reksadana adalah merupakan diversifikasi investasi yaitu investasi yang menyebar pada sekian alat investasi yang diperdagangkan di Pasar Modal, seperti saham dan obligasi. Dengan demikian investor dimungkinkan meraih keuntungan yang sama dengan investasi pada berbagai macam surat berharga dengan risiko tidak sebesar pada investasi langsung atas surat-surat berharga tersebut. Jadi dengan keuntungan yang sama, investor bisa memperkecil risiko ( Sawidji Widoatmojo, 1996 , h.173 ).

Pada dasarnya dalam melakukan diversifikasi, investor selalu dihadapkan pada suatu risiko tertentu. Risiko tersebut adalah risiko sistematis yaitu risiko yang selalu ada dan tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi, biasanya disebut dengan risiko pasar, dan risiko tidak sistematis yaitu risiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Karena investor cenderung menghindari risiko, maka mereka memilih untuk melakukan diversifikasi untuk mengurangi risiko, sehingga hanya risiko yang tidak bisa hilang dengan diversifikasilah yang relevan dalam penghitungan risiko ( Suad Husnan, 1994, h.170 ). Hal tersebut relevan dengan prinsip pengukuran risiko dalam *Capital Assets Pricing Model* (CAPM ), yaitu sebagai pengukur risiko adalah beta ( $= \beta$ ) bukan deviasi standar tingkat keuntungan. Model CAPM ini merupakan model untuk menentukan harga suatu asset. Model ini mendasarkan diri pada kondisi ekuilibrium. Dalam keadaan ekuilibrium, tingkat keuntungan yang disyaratkan pemodal untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut ( Suad Husnan, 1994, h. 183 ).

Strategi yang sering digunakan dalam kondisi investasi yang berisiko adalah membentuk portofolio. Portofolio adalah kumpulan dari investasi di berbagai instrumen investasi, misalnya SBI, deposito berjangka, obligasi, properti, saham dan derivatif ( Adler H. Manurung, 1999, h.24 ). Untuk membentuk suatu portofolio yang optimal diperlukan analisis yang panjang termasuk dari sisi makro ekonomi, mikro ekonomi, sektor industri, serta melalui suatu keputusan yang rumit yang tidak dapat dilakukan oleh kebanyakan investor pada umumnya. Oleh karena itu adanya manajer investasi reksadana yang menawarkan produk-produk reksadana untuk memberi kemudahan kepada investor, produk-produk reksadana yang ditawarkan tersebut memungkinkan investor untuk memiliki portofolio reksadana yang disesuaikan dengan tujuan investor dengan mempertimbangkan toleransi dan pandangan investor terhadap risiko.

Dewasa ini terdapat kurang lebih 81 produk reksadana yang ditawarkan secara luas kepada investor. Produk tersebut secara garis besar dapat digolongkan dalam 4 kategori yaitu : produk reksadana pendapatan tetap, reksadana saham, reksadana campuran, dan reksadana pasar uang. Keempat kategori tersebut mencerminkan tingkat risiko dari masing-masing kategori dan kebijakan investasi manajer investasi masing-masing produk. Dari 81 produk reksadana tersebut (sampai dengan Desember 1999 ), 80 produk reksadana berbentuk terbuka dengan tipe Kontrak Investasi Kolektif ( KIK ) dan hanya satu yang berbentuk tertutup yaitu BDNI Reksadana.

Dari 4 kelompok jenis reksadana, maka reksadana jenis saham relatif lebih banyak memberikan hasil investasi yaitu antara 2 % - 4 %, sedangkan

reksadana dengan pendapatan tetap hasilnya sekitar 1 % - 1,5 %, sementara itu reksadana campuran dan pasar uang memberikan *return* 1 % - 2 % ( Yuni Elvira dan Fiteriyanto, 1997, h.23 ).

Jika dilihat dari tingkat pengembaliannya, produk reksadana saat ini tampaknya jelas lebih menguntungkan dibandingkan dengan tabungan atau bunga deposito bank. Hal ini dapat dilihat dari NAB ( *Net Assets Value* ) yang terus tumbuh cukup tinggi, setidaknya lebih tinggi dari tingkat suku bunga deposito berjangka rupiah pada bank-bank komersial di Indonesia. Pada periode yang sama, tingkat suku bunga deposito berjangka rupiah pada bank-bank komersial berkisar antara 13 % - 16 % per tahun atau sekitar 1,08 % - 1,33 % perbulan (Yuni Elvira dan Fiteriyanto, 1997, h. 23 ). Hal tersebut dapat terjadi bila tidak terjadi gejolak politik yang luar biasa atau adanya stabilitas makro ekonomi yang baik sehingga mendukung kegiatan pasar modal.

Kinerja dari produk-produk reksadana tersebut menarik untuk dinilai, yaitu dilihat dari besar kecilnya *return* atau nilai aktiva bersih ( NAB ) reksadana mana yang dipilih. Dengan memilih investasi pada efek yang bersifat ekuitas menjanjikan *return* yang besar tapi dengan risiko yang besar pula, sedangkan pada obligasi atau instrumen pasar uang mendapat pendapatan yang tetap dengan risiko yang kecil. Pada reksadana *fixed income*, rata-rata *return* selama tahun 1998 sebesar 1,26 %, reksadana campuran *return*nya 20,13 %, sedangkan reksadana pasar uang *return*nya 11,48 % dan reksadana saham memberikan *return* yang tertinggi yaitu sebesar 22,52 %. Hal tersebut disebabkan karena pada reksadana *fixed income* yang menginvestasikan dananya pada obligasi terkena lonjakan

bunga perbankan sekitar 40-60 % pertahun, sehingga menyebabkan harga obligasi menjadi jatuh. Sedangkan pada reksadana saham, manajer investasi dapat memanfaatkan peluang mendapatkan *gain* dari pergerakan harga saham yang berfluktuasi meskipun IHSG BEJ berada pada level yang terendah yaitu dibawah level 300, sehingga selama tahun 1998 *return* yang diperoleh reksadana saham lebih tinggi dibandingkan dengan reksadana jenis lainnya, seperti terlihat dalam tabel sebagai berikut, ( Investor, Januari 1999, h.57-58 ) :

**Tabel 1.1 'Return' Berbagai Reksadana**  
**Periode 1 Januari -- 29 Desember 1998**

NO.	NAMA REKSADANA	NILAI AKTIVA BERSIH PER UNIT (RUPIAH)		SELISIH		NO.	NAMA REKSADANA	NILAI AKTIVA BERSIH PER UNIT (RUPIAH)		SELISIH	
		2-1-98	29-12-98	NILAI	%			2-1-98	29-12-98	NILAI	%
	<b>PENDAPATAN TETAP</b>					42	Danamon GT Mega	560.14	783.84	203.70	35.11
1	BILLIS Super Valuta	1,021.17	2,888.97	1,867.80	182.91	43	GTF Sentosa	814.96	1,094.77	279.81	34.33
2	Bira Dana Obligasi	1,206.12	1,992.95	786.83	65.24	44	BILLIS Super Dinamika	604.52	867.76	183.24	26.77
3	Panin Dana Utama	1,055.49	1,603.59	548.10	51.93	45	Arjuna	512.12	641.79	129.67	25.32
4	MMF	1,259.37	1,802.42	543.05	43.12	46	Danareksa Mawar	768.64	953.34	184.70	24.03
5	ABM Amro Dana Rupiah	1,129.61	1,600.85	471.24	41.72	47	Indosurya Khatulistiwa	641.82	782.67	140.85	21.95
6	Niaga Pendapatan Tetap Seri A	1,047.56	1,410.37	362.81	34.63	48	ABM Amro Dana Saham	735.34	867.28	131.94	17.94
7	CitiReksaDana Rupiah	892.58	1,172.62	280.04	31.37	49	Danamon GT Raya	429.80	506.22	76.42	17.78
8	MeesPierson Finas Investa Lestari	1,021.52	1,303.36	281.84	27.59	50	Bima	707.37	826.82	119.45	16.89
9	ABM Amro Dana Obligasi	607.45	729.62	122.17	20.11	51	Bahana Dana Prima	953.17	1,084.49	131.32	13.78
10	Panin Dana Optima	1,118.71	1,334.80	216.09	19.32	52	Danareksa Syariah	833.53	885.05	51.52	6.18
11	Mashlil Reksa Bunga	767.23	911.23	144.00	18.77	53	BNI Dana Berkembang	697.50	690.87	-6.63	-0.95
12	Danamon GT Kencana	526.72	623.52	96.80	18.38	54	Nikko Saham Nusantara	430.47	373.87	-56.60	-13.15
13	GTF Hasil Pasti	707.66	804.07	96.41	13.62	55	Dana Megah Kapital	763.54	647.34	-116.20	-15.22
14	Schroder-Panin Dana Mantap	987.26	1,083.98	96.72	9.80	56	M.G. Astra Modal Plus	625.11	511.56	-113.55	-18.16
15	Cendrawasih	964.30	1,014.89	50.59	5.25	57	BIG Nusantara	638.52	328.31	-310.21	-48.58
16	Jisawi Fix	927.41	890.24	-37.17	-4.01	58	Phinisi Dana Saham	-	1,274.00	-	-
17	BNI Dana Berbunga	1,096.49	990.51	-105.98	-9.67		Rata-rata return				22.52
18	BILLIS Superpundi Plus	649.98	577.76	-72.22	-11.11		<b>CAMPURAN</b>				
19	Danareksa Melati II	777.33	681.71	-95.62	-12.30	59	GTF Dinamis	725.26	1,461.71	736.45	101.54
20	Danareksa Melati	776.20	680.68	-95.52	-12.31	60	Bira Dana Fleksi	1,255.04	2,178.51	923.47	73.58
21	Dana Megah P. Tetap	608.97	529.88	-79.09	-12.99	61	Garuda Satu	1,295.70	1,760.43	464.73	35.87
22	BILLIS Super Stabil	636.85	547.11	-89.74	-14.09	62	Niaga Kombinasi Seri A	1,035.91	1,394.24	358.33	34.59
23	SAM Dana Pasti Plus	879.81	752.55	-127.26	-14.46	63	Danamon GT Prima	568.46	764.54	196.08	34.49
24	Danareksa Seruni	795.99	646.09	-149.90	-18.83	64	Schroder-Panin Dana Prestasi	797.92	1,037.53	239.61	30.03
25	Nikko Inti Nusantara	882.82	706.29	-176.53	-20.00	65	DUIT	1,204.67	1,548.93	344.26	28.58
26	BIG Jayakarta	682.59	506.11	-176.48	-25.85	66	SAM Dana Berkembang	914.17	1,096.04	181.87	19.89
27	Asia Tetap Berbunga	1,000.65	726.53	-274.12	-27.39	67	Bahana Dana Infrastruktur	830.19	959.72	129.53	15.60
28	ABM Amro Dana Dolar AS	2,624.50	1,867.32	-757.18	-28.85	68	Mahameru	954.83	1,102.91	148.08	15.51
29	M.G. Astra Multi Plus	762.10	533.40	-228.70	-30.01	69	Danareksa Anggrek	845.10	947.49	102.39	12.12
30	Bahana Dana Abadi	907.21	632.30	-274.91	-30.30	70	MeesPierson Finas Investa Pesona	1,051.80	1,129.95	78.15	7.43
31	SAM Dana Pasti	820.11	555.80	-264.31	-32.23	71	BILLIS Super Saham	721.91	764.22	42.31	5.86
32	Nikko Obligasi Nusantara	1,039.72	686.90	-352.82	-33.93	72	Dana Megah Kombinasi	674.31	641.43	-32.88	-4.88
33	Indosurya Mentari	942.88	600.98	-341.90	-36.26	73	Jisawi Mix	926.28	855.64	-70.64	-7.63
34	Indovest Dana Obligasi	1,128.23	677.46	-450.77	-39.95	74	Bahana Dana Selaras	792.14	729.70	-62.44	-7.88
35	Yudistira	759.50	390.33	-369.17	-48.61	75	BIG Palapa	606.96	287.95	-319.01	-52.56
36	Nikko USD Nusantara	1,815.04	448.06	-1,367.98	-75.33	76	Phinisi Dana Campuran	-	1,246.10	-	-
37	Phinisi Dana Tetap Dollar	-	612.56	-	-		Rata-rata return				20.13
	Rata-rata return				1.26		<b>PASAR UANG</b>				
	<b>SAHAM</b>					77	Bira Dana Kas	1,000.00	1,000.00	0	0
38	GTF Agresif	639.89	1,408.56	768.67	120.13	78	Phinisi Dana Kas	-	1,000.00	0	0
39	Bira Dana Saham	1,486.08	2,584.06	1,097.98	73.88	79	GTF Tunai	1,000.00	1,000.00	0	0
40	GTF Sejahtera	660.95	1,103.47	442.52	66.95	80	SAM Dana Kas	1,000.00	1,000.00	0	0
41	Panin Dana Maksima	826.29	1,200.88	374.59	45.33		<b>Total Return</b>				11.48

Sumber : Bisnis Indonesia, diolah kembali



Dalam melakukan investasi pada reksadana saham, pada dasarnya investor akan memilih reksadana saham yang memberikan *return* yang tinggi (yang dapat dilihat dari pertumbuhan NAB-nya ) dengan tingkat risiko yang tertentu, atau pada reksadana saham yang memberikan *return* yang tertentu dengan risiko yang rendah. Pada umumnya tingkat pertumbuhan dari NAB reksadana saham sangat fluktuatif, seperti terlihat dalam grafik pertumbuhan NAB reksadana saham periode Januari 1999 – Desember 1999, dalam Lampiran 1 laporan penelitian ini.

Dari grafik pertumbuhan NAB reksadana saham tersebut, terlihat bahwa pergerakan NAB reksadana saham sangat fluktuatif. Hal ini menunjukkan bahwa investasi pada reksadana saham sangat berisiko, walaupun menjanjikan tingkat keuntungan ( *rate of return* ) yang tinggi, sehingga investor perlu mengetahui kinerja dari masing-masing reksadana saham yang akan dijadikan alternatif pilihan investasinya. Di samping itu untuk mengetahui adanya perbedaan *return* dari masing-masing reksadana saham maka dilakukan uji beda secara keseluruhan dengan menggunakan uji *analisis variance* ( ANOVA ) atau uji F karena obyek yang hendak dibandingkan rata-ratanya mencakup lebih dari 2 ( J. Supranto, 1994, h.185 ). Uji ini untuk membuktikan apakah masing-masing *return* reksadana saham berbeda secara signifikan atau tidak. Oleh karena itu kinerja dari produk-produk reksadana menarik untuk diteliti karena selama ini reksadana dianggap mampu memberi akses jasa investasi kepada para investor individu sama baiknya dengan jasa investasi yang diberikan kepada investor institusi. Meskipun dengan jumlah investasi awal yang minimum, para investor individu

dapat bermain di pasar saham, pasar obligasi maupun pasar uang serta dapat memanfaatkan pengalaman profesional serta keahlian para manajer investasi yang didukung sepenuhnya oleh tim riset dan analisisnya.

Sejalan dengan membaiknya kondisi perekonomian Indonesia yang ditandai dengan turunnya suku bunga deposito dari 40 persen tahun 1998 menjadi 22 persen pada tahun 1999, memacu kegairahan investasi pada saham sehingga dana investor dapat dialihkan ke instrumen pasar modal. Jika investor membeli saham sendiri, selain berisiko juga membutuhkan waktu untuk memantaunya, sedangkan bila berinvestasi melalui reksadana, investor dapat mempercayakan dananya pada manajer investasi untuk dikelola secara profesional.

Di samping itu reksadana dituntut untuk menghitung dan mempublikasikan nilai aset netto ( *Net Assets Value* ) mereka setiap hari. Karena pendapatan dan distribusi *capital gain* dari reksadana juga dipublikasikan, maka reksadana adalah calon yang ideal untuk studi kinerja dari portofolio yang dimanajementi secara profesional ( Sharpe, 1995, h. 368 ). Jadi untuk menarik minat investor agar bersedia menanamkan dananya pada reksadana, maka reksadana harus bisa menawarkan penghasilan yang cukup tinggi bagi investor tersebut. Untuk mendapatkan penghasilan yang tinggi, maka reksadana harus memiliki keunggulan yang tertentu pula. Oleh karena itu, dalam penelitian ini hendak diketahui kinerja dari reksadana saham, karena reksadana saham mampu memberikan *return* yang tertinggi dengan risiko yang tertentu dibandingkan dengan reksadana jenis lainnya, sehingga dapat diketahui reksadana saham

manakah yang mempunyai kinerja yang terbaik, sehingga investor dapat menentukan dengan tepat alternatif pilihan investasinya.

### **1.2 Perumusan Masalah**

Berdasarkan uraian tersebut diatas, maka untuk menentukan produk reksadana saham manakah yang memiliki kinerja yang terbaik dari keseluruhan produk-produk reksadana lainnya yang berada dalam kelas risiko yang sama, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah bagaimana tingkat *return* ( tingkat pertumbuhan Nilai Aktiva Bersih ) dari masing-masing produk reksadana saham yang ditawarkan secara luas kepada masyarakat dan apakah terdapat perbedaan pada tingkat *return* dari masing-masing reksadana saham.

### **1.3. Tujuan Penelitian**

Penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi kinerja dari reksadana saham dan mendapatkan bukti empiris mengenai perbedaan pada tingkat *return* (tingkat pertumbuhan Nilai Aktiva Bersih ) dari masing-masing produk reksadana saham.

### **1.4. Kegunaan Penelitian**

1. Sebagai bahan informasi dan pertimbangan bagi investor untuk memilih reksadana saham yang mempunyai kinerja yang terbaik.
2. Hasil penelitian ini dapat dipergunakan sebagai tambahan bahan referensi dalam melakukan penelitian tentang reksadana dan diharapkan juga dapat memberikan kontribusi pengetahuan mengenai kinerja reksadana saham.

### 1.5. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam penelitian ini disusun dengan urutan sebagai berikut :

#### Bab I. Pendahuluan

Dalam pendahuluan ini dijelaskan tentang latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian, dan sistematika penulisan.

#### Bab II. Telaah Pustaka dan Hipotesis

Dalam bab II ini memuat telaah pustaka tentang investasi dan portofolio, *Capital Assets Pricing Model*, evaluasi kinerja portofolio, dan reksadana, juga dijelaskan mengenai penelitian terdahulu, kerangka pemikiran teoritis, hipotesis, dan definisi operasional variabel.

#### Bab III. Metode Penelitian

Pada bab III ini dijelaskan mengenai jenis dan sumber data, populasi, metode pengumpulan data, dan teknis analisis.

#### Bab IV. Gambaran Umum Industri Reksadana

Pada bab ini dijelaskan mengenai perkembangan reksadana di Indonesia, dan profil dari masing-masing reksadana saham.

#### Bab V. Pembahasan dan Hasil Penelitian

Bab ini berisi data dari reksadana saham yang diteliti, analisis data yaitu melakukan evaluasi terhadap kinerja reksadana saham, menganalisis secara statistik perbedaan *return* antar reksadana saham dan menginterpretasikan hasil pengolahan data.

## Bab VI. Kesimpulan dan Saran

Bab ini menjelaskan tentang kesimpulan dari hasil analisis data dan pemecahan atau saran dari permasalahan yang ada, juga implikasi yang ditimbulkan dari penelitian ini.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

#### 2.1 Telaah Pustaka

##### 2.1.1. Investasi dan Portofolio

Sebelum memulai kegiatan investasi seorang pemodal perlu mempertimbangkan dua hal yaitu berapa penghasilan ( *return* ) yang akan diperolehnya dari dana yang diinvestasikan dan berapa besar risiko ( *risk* ) yang harus ditanggungnya. Masalah yang pertama berkaitan dengan penghitungan nilai penghasilan yang diharapkan dan yang kedua menyangkut penyebaran nilai (Suad Husnan, 1994, h.39 ). Kondisi ini menunjukkan adanya *trade off* antara *return* (penghasilan ) dan *risk* ( risiko ) yaitu semakin tinggi penghasilan yang diharapkan, semakin tinggi pula risiko yang harus ditanggung oleh seorang pemodal. Atas alasan tersebut maka yang dapat dilakukan oleh seorang pemodal adalah bagaimana caranya meminimalkan risiko yang bakal muncul.

Sebagian besar pemodal yang menginvestasikan dananya pada sekuritas sering melakukan diversifikasi dalam investasi mereka, yaitu dengan membeli berbagai macam sekuritas. Hal ini disebut juga portofolio. Mereka membentuk portofolio dengan tujuan mengurangi risiko.

Agar seorang pemodal dapat memutuskan alokasi dana yang diinvestasikannya, maka dia perlu mengetahui tingkat keuntungan yang diharapkan dan penyimpangan ( deviasi standar ) portofolionya. Tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu portofolio merupakan rata-rata tertimbang

dari tingkat keuntungan yang diharapkan masing-masing saham yang membentuk portofolio tersebut.

Sedangkan besarnya penyimpangan ( standar deviasi ) portofolio selain memasukkan standar deviasi dari semua unsur yang membentuk portofolio tersebut, tetapi juga memasukkan unsur koefisien korelasi ( yang membentuk kovarian ) diantara masing-masing unsur pembentuk portofolio tersebut.

Dalam membentuk portofolio yang terdiri dari jumlah saham yang semakin besar maka akan selalu ada sebagian risiko yang tidak bisa kita hilangkan dengan diversifikasi. Solnik ( 1975 ) menyatakan bahwa persentase risiko saham individual yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi secara acak ( dengan membentuk portofolio yang sangat banyak sahamnya ), ternyata berbeda untuk pasar modal yang satu dengan yang lain ( Suad Husnan, 1995, h. 53 ). Pengurangan risiko tersebut ternyata tidak terlalu efektif untuk pasar modal di negara-negara yang sedang berkembang.

### **2.1.2. *Capital Assets Pricing Model***

*Capital Assets Pricing Model* ( CAPM ) merupakan model untuk menentukan harga suatu *asset*. Model ini mendasarkan diri pada kondisi ekuilibrium. Dalam keadaan ekuilibrium tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut. Model CAPM ini mempergunakan asumsi-asumsi sebagai berikut ( Suad Husnan, 1994, h. 166 ) :

1. Diasumsikan tidak ada biaya transaksi. Pemodal bisa membeli atau menjual sekuritas tanpa menanggung biaya transaksi.
2. Diasumsikan bahwa investasi sepenuhnya bisa dipecah-pecah (*fully divisible*). Artinya pemodal bisa melakukan investasi sekecil apapun pada setiap jenis sekuritas.
3. Diasumsikan tidak ada pajak penghasilan bagi para pemodal. Dengan demikian pemodal akan merasa *indifferent* antara memperoleh dividen ataupun *capital gains*. Pemodal dikatakan memperoleh *capital gains* kalau terjadi kenaikan harga saham, dan *capital loss* kalau terjadi penurunan harga saham.
4. Diasumsikan bahwa para pemodal tidak bisa mempengaruhi harga saham dengan tindakan membeli atau menjual saham.
5. Para pemodal diasumsikan akan bertindak semata-mata atas pertimbangan *expected value* dan deviasi standar tingkat keuntungan portofolio.
6. Diasumsikan bahwa para pemodal bisa melakukan *short sales*.
7. Diasumsikan terdapat *riskless lending and borrowing rate*, sehingga pemodal bisa menyimpan dan meminjam dengan tingkat bunga yang sama.
8. Pemodal diasumsikan mempunyai pengharapan yang homogen, yaitu para pemodal sepakat tentang *expected returns*, *deviasi standar*, dan koefisien korelasi antar tingkat keuntungan.
9. Diasumsikan bahwa semua aktiva bisa diperjual belikan.

Dalam melakukan investasi pada dasarnya ada dua risiko yang mempengaruhi yaitu risiko yang selalu ada dan tidak bisa dihilangkan dengan



diversifikasi, yang disebut risiko sistematis, sedangkan risiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi disebut risiko tidak sistematis. Risiko sistematis disebut juga sebagai risiko pasar ( *market risk* ) ( Suad Husnan, 1994, h. 167 ). Disebut risiko pasar karena fluktuasi ini disebabkan oleh faktor-faktor yang mempengaruhi semua perusahaan yang beroperasi. Faktor-faktor tersebut misalnya adalah kondisi perekonomian, kebijaksanaan pajak, dsb. Faktor-faktor ini menyebabkan ada kecenderungan semua saham untuk “bergerak bersama”, dan karenanya selalu ada dalam setiap saham. Hal tersebut menunjukkan bahwa ada sebagian risiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Karena pemodal bersifat *risk averse* maka mereka memilih untuk melakukan diversifikasi, karena bisa mengurangi risiko, sehingga menyebabkan risiko yang hilang karena diversifikasi tersebut menjadi tidak relevan dalam perhitungan risiko. Hanya risiko yang tidak bisa hilang dengan diversifikasilah yang menjadi relevan dalam perhitungan risiko. Risiko ini disebut sebagai risiko pasar.

Karena ada sebagian risiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi (yaitu risiko tidak sistematis ), maka dalam suatu portofolio ukuran risiko sekarang bukan lagi deviasi standar ( risiko total ), tetapi tentulah hanya risiko yang tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi ( yang disebut sebagai risiko sistematis atau risiko pasar ). Di sini risiko bukan lagi diartikan sebagai deviasi standar tingkat keuntungan, tetapi diukur dengan beta (  $= \beta$  ). Penggunaan parameter ini konsisten dengan teori portofolio yang mengatakan bahwa apabila pemodal melakukan diversifikasi dengan baik, maka pengukur risiko adalah sumbangan risiko dari tambahan saham ke dalam portofolio. Apabila pemodal

memegang portofolio pasar, maka sumbangan risiko ini adalah beta ( Suad Husnan, 1994, h. 183 ).

Beta adalah merupakan koefisien regresi antara dua variabel, yaitu kelebihan keuntungan portofolio pasar ( *excess return of market portofolio* ) dan kelebihan keuntungan suatu saham ( *excess return of stock* ). Karena koefisien regresi tidak lain adalah kemiringan garis tersebut maka semakin besar suatu saham, semakin curam kemiringan garis ( dimana sumbu tegak adalah *excess return of a stock* dan sumbu datar adalah *excess return of market portofolio* ).

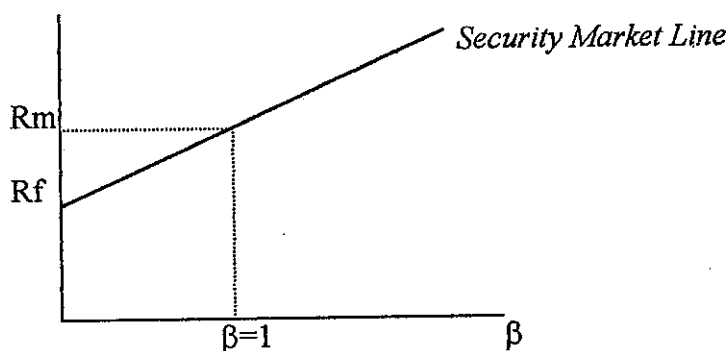
#### 2.1.2.1. Hubungan risiko dan keuntungan dalam lingkup CAPM

Investasi yang efisien adalah investasi yang memberikan risiko tertentu dengan tingkat keuntungan yang terbesar, atau dengan tingkat keuntungan yang tertentu dengan risiko yang terkecil. Dengan kata lain, kalau ada dua usulan investasi yang memberikan tingkat keuntungan yang sama, tetapi mempunyai risiko yang berbeda, maka investor yang rasional akan memilih investasi yang mempunyai risiko yang lebih kecil. Berdasarkan prinsip tersebut, maka beta dimasukkan sebagai faktor risiko ke dalam penilaian suatu investasi. Karena nilai suatu aktiva tergantung antara lain dari tingkat keuntungan yang layak (  $r$  ) investasi atau aktiva tersebut, maka CAPM digunakan untuk menentukan beberapa  $r$  yang layak untuk suatu investasi dengan mengingat risiko investasi tersebut ( Suad Husnan, 1994, h. 175 ).

Suatu studi di Amerika Serikat menunjukkan bahwa selama 50 tahun kelebihan tingkat keuntungan ( rata-rata ) investasi pada saham di atas keuntungan

investasi pada US Treasury bills, adalah sekitar 8,8 %. Investasi pada Treasury bills, yang dipandang sebagai investasi yang bebas risiko, rata-rata memberikan tingkat keuntungan 2,5 %, sedangkan investasi pada saham biasa, memberikan tingkat keuntungan 11,3 %. Ini berarti  $R_m - R_f$  adalah 8,8 %. Ini yang disebut sebagai *excess return of the market*, atau disebut juga *market risk premium*. Bila risiko tingkat keuntungan ini digambar, maka sumbu tegak menunjukkan tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu investasi, dan sumbu datarnya adalah risiko ( yang diukur dari beta ). Karena Treasury bills dipandang sebagai investasi yang bebas risiko (  $R_f$  ), maka risiko ( beta ) investasi tersebut adalah nol. Sedangkan investasi pada seluruh saham merupakan investasi pada portofolio pasar, karena itu betanya adalah 1,0. Garis yang menghubungkan antara kedua titik ini disebut sebagai *security market line*. Tingkat keuntungan dari investasi – investasi lain akan berada pada garis tersebut sesuai dengan beta investasi-investasi tersebut. Semakin besar betanya, semakin besar pula tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi tersebut, seperti terlihat dalam gambar sebagai berikut :

Tingkat keuntungan (%)



CAPM diformulasikan oleh Jack Treynor, William Sharpe, dan John Lintner, pada pertengahan tahun 1960-an, dan membuktikan bahwa *security market line* adalah linier, sebagai berikut ( Suad Husnan, 1994, h. 176 ) :

Premi risiko yang diharapkan = premi risiko yang diharapkan untuk suatu saham  
untuk pasar x Beta

$$R_j - R_f = (R_m - R_f)\beta_j$$

Formula tersebut sering dituliskan menjadi  $R_j = R_f + (R_m - R_f)\beta_j$

Formula tersebut menyatakan bahwa tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu saham adalah sama dengan tingkat keuntungan bebas risiko ditambah dengan premi risiko ( yaitu  $[ R_m - R_f ] \beta_j$  ). Semakin besar risiko saham tersebut (yaitu  $\beta_j$  ), semakin tinggi pula premi risiko yang diharapkan dari saham tersebut. Dengan demikian semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang diharapkan dari saham tersebut.

### 2.1.3. Evaluasi Kinerja Portofolio

Pada umumnya pemodal lembaga ( institusional investor ) yang memiliki dana besar seperti misalnya perusahaan asuransi dan dana pensiun melakukan kegiatan investasinya dengan membentuk portofolio atas sekuritas yang dibelinya di samping melakukan investasi pada berbagai aktiva riil. Pembentukan portofolio dilakukan dengan maksud untuk mengurangi ( bila mungkin menghilangkan ) risiko yang tidak sistematis dari masing-masing sekuritas yang membentuk portofolio tersebut ( Suad Husnan, 1994, h.357).

Bagi pemodal yang akan melakukan investasi melalui reksadana sebaiknya perlu melakukan penilaian terhadap kinerja portofolio dari reksadana tersebut. Dalam melakukan penilaian kinerja portofolio diperlukan variabel yang relevan yaitu tingkat keuntungan dan risiko. Tingkat keuntungan yang diperoleh dari pemilik suatu portofolio adalah bersumber pada *capital gains* dan dividen atau bunga apabila dalam portofolio tersebut terdapat obligasi. Sedangkan untuk mengetahui tingkat risiko yang relevan bagi pemodal bisa dinyatakan dalam bentuk deviasi standar tingkat keuntungan portofolio ( disebut sebagai resiko total), atau disebut juga dengan beta portofolio ( disebut risiko sistematis) (Suad Husnan, 1994, h.361). Deviasi standar tingkat keuntungan relevan untuk investor yang menanamkan dananya hanya atau sebagian besar pada portofolio tersebut. Sedangkan bagi pemodal yang memiliki berbagai portofolio atau menanamkan dananya pada reksadana atau dengan kata lain melakukan diversifikasi pada berbagai portofolio, maka beta lebih tepat dipakai sebagai ukuran risiko.

Dalam melakukan penilaian kinerja portofolio terdapat dua cara yang bisa dilakukan yaitu perbandingan langsung dan menggunakan ukuran kinerja tertentu ( *one-parameter performance measures* ) yang dikaitkan dengan unsur risiko ( Suad Husnan, 1994, h.362-369 ). Cara perbandingan langsung adalah dengan membandingkan antara kinerja suatu portofolio ( yang dikelola reksadana) dengan portofolio lain yang dibentuk dari beberapa jenis saham secara random yang mempunyai risiko kurang lebih sama. Portofolio yang dibuat sebagai pembanding ( *benchmark* ) tersebut biasanya dibentuk oleh sebuah lembaga pemeringkat atau lembaga yang independen lainnya. Sedangkan apabila dengan

menggunakan parameter tertentu dalam mengukur kinerja portofolio adalah *differential return* dengan risiko yang diukur dengan beta atau lebih dikenal dengan sebutan *Jensen's Measure* ( JM ). JM mendasarkan pada konsep *Security Market Line* ( SML ) yaitu suatu garis yang menghubungkan *return* portofolio pasar ( $R_m$ ) dengan kesempatan investasi bebas risiko ( $R_f$ ) didalam suatu diagram dimana sumbu tegaknya adalah tingkat keuntungan yang diharapkan ( $E(R_p)$ ) dan sumbu datarnya adalah Beta. Kemiringan (*slope*) SML dinyatakan sebagai  $[E(R_m) - R_f] / \beta_m$  dan interceptnya adalah  $R_f$ . Karena beta portofolio pasar ( $\beta_m$ ) adalah satu, maka persamaan SML yang menggambarkan tingkat keuntungan yang diharapkan dari portofolio adalah  $E(R_p) = R_f + \beta_p (R_m - R_f)$  ( Reily, 1994, h.951). Formula tersebut menyatakan bahwa tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu portofolio tertentu [ $E(R_p)$ ] adalah sama dengan tingkat keuntungan yang diperoleh pada investasi bebas risiko ( $R_f$ ) ditambah dengan premi risiko yaitu  $(R_m - R_f) \beta_p$ . Semakin besar risiko portofolio tersebut yang ditunjukkan dengan  $\beta$ -nya, berarti semakin tinggi premi risiko yang diharapkan dan semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang diharapkan atas portofolio tersebut [ $E(R_p)$ ].

Dalam keadaan equilibrium, semua portofolio diharapkan berada dalam satu garis SML, bila terjadi penyimpangan dalam arti dengan tingkat risiko yang sama tingkat keuntungan suatu portofolio berbeda dengan tingkat keuntungan pada SML. Maka perbedaan ini disebut sebagai *differential return* yang ditunjukkan dengan formula  $R_p - E(R_p)$ . *Differential return* adalah tingkat keuntungan yang diperoleh pemodal diatas tingkat keuntungan yang diharapkan.

*Differential return* dapat dikatakan positif apabila tingkat keuntungan sebenarnya ( *actual return* ) lebih besar dari tingkat keuntungan yang diharapkan dari portofolio [  $E(R_p)$  ] dan sebaliknya akan dikatakan negatif apabila *actual return* lebih kecil dari *expected return*. Dalam mengukur kinerja portofolio reksadana maka portofolio dengan tingkat *differential return* positif dan nilai yang makin besar, maka portofolio ini memiliki kinerja yang lebih baik dari yang lainnya. Berdasarkan hasil pengukuran ini maka dapat dibuat peringkat kinerja portofolio reksadana yang diamati berdasarkan tingkat *differential return* yang diperolehnya.

#### 2.1.4. Reksadana ( *Mutual Funds* )

Reksadana merupakan lembaga yang bergerak dibidang investasi atau sering pula disebut perusahaan investasi ( *investment company* ). Perusahaan investasi juga merupakan sejenis perantara keuangan. Mereka mendapatkan dana dari masyarakat dan mempergunakannya untuk membeli assets keuangan yang diperdagangkan baik di pasar uang maupun pasar modal ( Sharpe dan Alexander, 1990, h. 633 ).

Dalam Undang-Undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal menyebutkan bahwa yang dimaksud dengan reksadana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.

## 1. Bentuk- bentuk reksadana

Berdasarkan bentuk hukumnya, reksadana dapat berbentuk perseroan (PT) dan kontrak investasi kolektif (KIK). Reksadana yang berbentuk perseroan dapat bersifat tertutup (*close-end fund*) atau terbuka (*open end fund*). Pada reksadana yang berbentuk perseroan, bagi pihak yang ingin mendirikan dan mengelola reksadana terlebih dahulu mendirikan PT Reksadana. Layaknya sebuah PT, ia memiliki direksi yang dalam melaksanakan tugasnya ia menunjuk manajer investasi yang mengelola dana dan melakukan kegiatan portofolio dan juga menunjuk bank kustodi (*custodian bank*) untuk melakukan penyimpanan dan pengadministrasian dana. Penunjukan lembaga-lembaga tersebut dilakukan dengan kontrak (perikatan) yang dibuat dihadapan notaris. Setelah itu, PT Reksadana tersebut melakukan penawaran umum untuk memperoleh dana dari masyarakat yang selanjutnya dana tersebut akan diinvestasikan oleh manajer investasi dengan membentuk portofolio pada pasar modal maupun pasar uang.

Didalam kontrak kerja antara PT Reksadana dengan manajer investasi disebutkan komposisi portofolio yang akan dilakukan oleh manajer investasi, misalnya berapa persen akan diinvestasikan pada saham, obligasi maupun pasar uang dan komposisi portofolio ini dijelaskan dalam prospektus untuk diketahui oleh pemodal. Dengan demikian pemodal reksadana akan mengetahui ke mana dananya akan diinvestasikan.

### a. Reksadana berbentuk perseroan

Reksadana berbentuk PT dapat bersifat tertutup maupun terbuka yang masing-masing mempunyai ciri sebagai berikut (Ang, 1997, h.9.11-9.12):



**Tabel 2.1 Persamaan dan perbedaan antara Reksadana terbuka dan Reksadana tertutup yang berbentuk perseroan**

Keterangan	Reksadana terbuka	Reksadana tertutup
Nominal saham	Tanpa nilai nominal	Dengan nilai nominal
Harga saham diperdagangkan	Sesuai NAV	Sesuai harga pasar saham di bursa
Premium harga saham terhadap NAV	Tanpa premium	Dengan premium atau diskon, atau nilai pari
NAV awal	Rp. 1000	Ditentukan oleh perseroan
Ditransaksikan di bursa efek	Tidak	Ya
Komponen return on investment	Dividend income, capital gain distribution, dan Net Change in NAV	Dividen, capital gain, dan saham bonus
Transaksi dalam jumlah banyak mempengaruhi harga saham	Tidak, karena diperdagangkan menurut NAV	Ya, karena harga saham ditentukan berdasarkan supply dan demand
Saham ditawarkan kepada investor terus menerus	Ya	Tidak, melalui penawaran umum seperti rights issue
Frekuensi menghitung NAV	Setiap hari	Minimum seminggu sekali
Membeli kembali saham dari pemegang saham	Ya	Tidak, pemegang saham dapat menjualnya melalui bursa
Aliran masuk dana terus menerus	Ya	Tidak
Izin dari Bapepam	Ya	Ya
Dana diinvestasikan kembali pada instrumen	Pasar modal dan pasar uang	Pasar modal dan pasar uang
Modal yang harus disetor penuh pada saat pendirian	Minimum 1 % dari modal dasar	Minimum 1% dari modal dasar

Sumber : Robbert Ang, Buku Pintar Pasar Modal Indonesia, 1997.

#### **b. Reksadana berbentuk kontrak ( *contractual type* )**

Bentuk lain dari reksadana selain persero adalah kontrak investasi kolektif ( KIK ). Dalam Undang-Undang No. 2 tahun 1985 disebutkan bahwa reksadana yang berbentuk KIK hanya dapat dikelola oleh manajer investasi berdasarkan kontrak yang dibuat bersama dengan bank kustodian. Manajer investasi sebagai pengelola reksadana terbuka berbentuk KIK dapat menjual dan membeli kembali unit penyertaan secara terus menerus sampai dengan jumlah unit penyertaan yang ditetapkan dalam kontrak dan bank kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan kolektif. Jadi dalam reksadana jenis ini, manajer

investasi menghimpun dana dari masyarakat pemodal, yang dikumpulkan dengan cara menjual unit penyertaan. Masyarakat yang membeli unit penyertaan reksadana akan mendapat tanda bukti berupa surat konfirmasi dari bank kustodian.

Reksadana jenis ini agak berbeda dengan reksadana terbuka dan tertutup yang berbentuk perseroan. Jenis reksadana ini tidak menerbitkan saham, tapi unit penyertaan. Tujuan utama dari reksadana KIK adalah untuk menghimpun dana dari masyarakat yang kemudian dana tersebut diinvestasikan oleh manajer investasi dalam berbagai portofolio instrumen efek di pasar modal ( seperti saham dan obligasi ) dan di pasar uang ( seperti sertifikat deposito dan SBI ).

Dengan demikian reksadana KIK adalah wadah dimana pemodal dapat ikut serta mengadakan investasi dalam suatu portofolio efek milik bersama yang dikelola oleh manajer investasi yang telah mendapatkan lisensi dari Bapepam, memperoleh jasa penyimpanan dan pencatatan atas harta bersama dari Bank Umum yang telah mendapat izin usaha sebagai kustodian Bapepam, serta berhak atas informasi nilai aktiva bersih harta bersama secara harian.

## **2. Jenis strategi investasi reksadana**

Reksadana dapat dibedakan satu dengan lainnya menurut pemilihan jenis dan komposisi efek dalam portofolio investasi, atau sering disebut sebagai alokasi aset, dan menurut strategi investasi yang dipilih oleh manajer investasi. Kedua hal tersebut harus diuraikan secara jelas dalam prospektus dan harus menjadi pedoman bagi manajer investasi dalam pengambilan keputusan investasi untuk

reksadana tersebut. Mengingat perbedaan jenis akan mempengaruhi karakteristik hasil-risiko suatu reksadana, maka manajer investasi yang baik harus memahami kebutuhan pemodal sebelum mendirikan reksadana. Jenis strategi investasi tersebut antara lain sebagai berikut : ( Farid Harianto dan Siswanto Sudomo, 1998, h. 747-750 ).

#### **a. Reksadana pasar uang**

Reksadana ini hanya menanamkan dananya dalam instrumen pasar uang dengan jangka waktu kurang dari satu tahun. Instrumen tersebut dapat berbentuk deposito, SBI, surat promes, atau *commercial paper* sehingga potensi hasil investasi hanya berasal dari bunga dan diskonto. Sedangkan risiko umumnya terbatas pada risiko kredit dan likuiditas. Menurut ketentuan perpajakan, seluruh hasil bunga adalah obyek pajak di mana hasil bunga deposito dan SBI terkena pajak final 15 persen, sedangkan hasil bunga atau diskonto surat berharga akan terkena pajak penghasilan menurut tingkat penghasilan.

#### **b. Reksadana pendapatan tetap – tanpa unsur saham**

Reksadana pendapatan tetap adalah reksadana yang mengambil strategi investasi dengan tujuan untuk mempertahankan nilai awal modal dan mendapat pendapatan yang tetap. Menurut ketentuan Bapepam, sekurang-kurangnya 80 % dari nilai aktivasinya harus diinvestasikan dalam efek bersifat hutang, dan sisanya diinvestasikan dalam efek saham atau pasar uang. Bila dalam alokasi aset ditentukan bahwa sisanya dapat diinvestasikan dalam efek saham, maka reksadana ini dapat disebut reksadana pendapatan tetap – tanpa unsur saham. Hasil investasinya berupa pendapatan bunga, diskonto, dan selisih harga jual obligasi,

sehingga reksadana jenis ini sulit mendapatkan hasil yang lebih tinggi dari tingkat suku bunga pinjaman. Tetapi reksadana ini dapat memberikan keuntungan tambahan karena hasil investasi bagian aktiva yang berupa obligasi tidak terkena potongan pajak, karena berdasarkan ketentuan perpajakan menyatakan bahwa hasil bunga dan diskonto obligasi untuk reksadana tidak termasuk obyek pajak.

**c. Reksadana pendapatan tetap – dengan unsur saham**

Reksadana pendapatan tetap dapat menanamkan dananya dalam efek saham. Karena dapat memiliki saham yang secara umum memiliki risiko yang lebih tinggi, reksadana sangat sesuai bagi pemodal yang tidak berkeberatan untuk menanggung risiko kehilangan sebagian kecil dari modal atau dana awal untuk mendapatkan kemungkinan memperoleh pendapatan yang cukup besar dibandingkan dengan hasil investasi di deposito.

**d. Reksadana saham**

Reksadana jenis ini, harus menginvestasikan sekurang-kurangnya 80 persen dari asetnya dalam efek ekuitas atau saham. Mengingat investasi di saham memiliki karakteristik risiko-hasil yang lebih tinggi dibandingkan dengan investasi lainnya, maka reksadana saham dalam jangka panjang mempunyai potensi memberikan hasil yang maksimal. Oleh karena itu reksadana ini cocok untuk pemodal yang memiliki jangka waktu investasi yang panjang dan dapat dengan teratur menyisihkan pendapatan sebagai sumber daya investasi.

**e. Reksadana campuran**

Reksadana ini memiliki kebebasan dalam menentukan alokasi aset sehingga dapat sewaktu-waktu mempunyai portofolio investasi dengan mayoritas

saham dan dilain waktu mengubah menjadi mayoritas obligasi. Bila suku bunga sedang tinggi maka pasar modal pada umumnya melesu dan harga saham cenderung menurun ( *bearish* ), sedang hasil investasi pada surat hutang akan cukup tinggi. Sebaliknya, bila suku bunga sedang rendah, maka pasar modal umumnya akan bergairah dan harga saham akan cenderung meningkat ( *bullish* ). Dengan kebebasan alokasi aset tersebut, bila manajer investasi dapat mengalihkan portofolio investasi pada saat yang tepat, maka reksadana ini dapat menikmati peluang peningkatan hasil, baik hasil pada masa *bearish* maupun *bullish*.

### 3. Sasaran Reksadana

Reksadana yang baik biasanya memiliki sasaran tertentu, sesuai dengan keahliannya ( *spesialisasinya* ). Sasaran ini akan membedakan reksadana yang satu dengan yang lainnya, sehingga investor bisa memilih sesuai dengan tujuan investasinya. Biasanya reksadana akan mencantumkan sasaran yang akan dicapainya dalam prospektus penawaran. Ada empat hal yang biasanya dijadikan sasaran oleh reksadana, yaitu pertumbuhan, pendapatan, pertumbuhan dan pendapatan, serta keseimbangan ( Sawidji Widoatmojo, 1996, h. 181-183 ).

#### a. Reksadana dengan sasaran pertumbuhan

Reksadana ini selalu berkonsentrasi pada pertumbuhan dalam jangka panjang, yaitu berusaha meningkatkan harga-harga surat berharga yang menjadi obyek investasinya. Reksadana ini akan membeli dan menahan dalam jangka waktu yang cukup lama saham-saham biasa atas perusahaan yang sedang tumbuh, dimana saham perusahaan yang sedang tumbuh cenderung tidak membagikan

dividen tunai. Kebijakan demikian akan meningkatkan nilai saham perusahaan tersebut, dan pada gilirannya akan meningkatkan NAV reksadana.

Investor bisa memilih reksadana ini, jika menginginkan pendapatan yang cukup besar dalam jangka panjang. Pendapatan tinggi tersebut berasal dari apresiasi harga saham reksadana yang dipegang, dengan konsekuensi akan mendapatkan dividen dan pendistribusian *capital gain* yang rendah.

#### **b. Reksadana dengan sasaran pendapatan**

Reksadana ini lebih mementingkan kupon bagi reksadana yang menginvestasikan dananya pada obligasi, dan dividen bagi reksadana yang menginvestasikan dananya pada saham. Reksadana ini tidak mementingkan *capital gain* tapi lebih menitikberatkan pada dividen. Reksadana ini akan memilih investasi pada obligasi, saham preferen, atau saham *blue chips*, yang secara historis memberikan dividen tunai yang tinggi.

#### **c. Reksadana dengan sasaran pertumbuhan dan pendapatan**

Reksadana jenis ini mengkombinasikan reksadana yang mampu memberikan pendapatan bagi investornya, sekaligus juga memberikan penghasilan yang tinggi dari apresiasi harga saham reksadana. Pendapatan dari reksadana jenis ini berasal dari dividen dan *capital gain*.

#### **d. Reksadana dengan sasaran keseimbangan**

Reksadana ini bersikap moderat terhadap pertumbuhan dan pendapatan, reksadana ini juga moderat terhadap situasi ekonomi makro. Dalam situasi *bullish market*, reksadana ini akan memilih saham-saham *blue chips* sebagai portofolionya, dan sebaliknya dalam situasi *bearish market*, reksadana ini akan

memilih obligasi sebagai upaya bertahan atau menghindari kerugian. Dalam keadaan *bearish*, reksadana akan meminimumkan risiko dan memberikan dividen, pendistribusian *capital gain*, dan apresiasi harga yang kecil saja.

#### 4. Manfaat Reksadana

Sebenarnya, pemodal dengan waktu dan pengetahuan yang dimilikinya mampu melakukan investasi pada sekuritas individual yang diinginkannya. Tetapi sebagian besar pemodal lainnya lebih senang memilih berinvestasi melalui reksadana sebab reksadana menawarkan beberapa manfaat yang antara lain adalah sebagai berikut : ( Farid Harianto dan Siswanto Sudomo, 1998, h. 122-124 )

##### a. Manfaat peragaman ( diversifikasi )

Peragaman ( diversifikasi ) dalam investasi di pasar modal akan menurunkan risiko dan meningkatkan hasil investasi. Melalui reksadana, pemodal tidak perlu mempunyai dana investasi yang besar untuk mendiversifikasikan investasinya, karena hanya dengan dana Rp. 1 juta, pemodal dapat membeli unit penyertaan atas suatu portofolio investasi yang jauh lebih besar, yaitu sama besarnya dengan total nilai aset reksadana tersebut sehingga setiap unit penyertaan akan memiliki karakteristik yang identik dengan karakteristik portofolio investasi reksadana. Dengan demikian melalui investasi di reksadana, pemodal kecil dapat menurunkan risiko investasi dan mengoptimalkan hasil investasi, baik dalam nilai uang maupun dalam waktu ( *timing* ).

**b. Manfaat likuiditas**

Secara umum, setiap jenis efek hanya dapat dicairkan ( dijual ) pada harga pasar yang wajar apabila terdapat cukup banyak peminat atas efek tersebut, sehingga pada umumnya dapat dikatakan investasi dalam bentuk simpanan deposito mempunyai likuiditas yang lebih baik daripada investasi dalam bentuk saham maupun obligasi. Namun pemodal yang membeli unit penyertaan reksadana mempunyai jaminan likuiditas pada harga pasar karena manajer investasi wajib membeli kembali unit penyertaan pada nilai aktiva bersih hari yang bersangkutan bila pemegang unit penyertaan ingin menjual kembali unit penyertaannya. Pembayaran wajib diselesaikan dalam tujuh hari kerja bursa.

**c. Manfaat kemudahan investasi**

Reksadana dapat mempunyai komposisi portofolio efek dan strategi investasi yang berbeda, mulai dari reksadana dengan strategi pendapatan teratur, yang umumnya menempatkan investasi dalam instrumen pasar uang dan obligasi sehingga mempunyai hasil investasi yang teratur dan hampir tidak ada risiko penurunan nilai, sampai dengan reksadana ekuitas yang menempatkan sebagian besar atau seluruh investasinya dalam bentuk portofolio saham, sehingga dalam jangka panjang akan memberi potensi peningkatan nilai yang tinggi walaupun dengan risiko yang sepadan. Pemodal dapat memilih reksadana dengan portofolio efek dan strategi investasi yang sesuai dengan sasaran hasil dan toleransi risiko yang diinginkannya, tanpa harus mempunyai kemampuan teknis investasi ataupun meluangkan waktu yang cukup untuk mengadakan transaksi investasi karena reksadana umumnya dikelola oleh manajer investasi yang profesional, serta



menyediakan informasi mengenai kondisi portofolio efek serta hasil kinerja investasi historis.

**d. Manfaat keluwesan investasi**

Pemodal diberi keleluasaan dalam melakukan investasi karena pemodal dapat menanamkan dananya dalam suatu reksadana dengan portofolio tertentu dan kemudian, bila menginginkan, dapat mengalihkan investasinya kedalam reksadana dengan portofolio yang berbeda untuk memanfaatkan perubahan kondisi di pasar modal.

**e. Manfaat bagi hasil**

Dalam investasi di reksadana tidak dapat diperoleh janji akan hasil investasi di masa mendatang, sebagaimana yang dapat diperoleh dalam investasi di simpanan deposito. Yang dapat dilihat hanya data historis hasil investasi di masa lalu. Semua hasil investasi, baik berupa keuntungan maupun kerugian, adalah milik bersama semua pemegang unit penyertaan. Namun karena semua hasil dan biaya investasi dihitung secara harian, maka setiap pemegang unit penyertaan dapat mengambil bagiannya dari hasil investasi bersama secara adil setiap hari sesuai dengan keinginannya. Sehingga setiap pemegang unit penyertaan mendapat manfaat bagi hasil yang adil. Oleh karena itu, bila investasi reksadana dilakukan hanya pada instrumen investasi yang jenis maupun pihak penerbitnya sesuai dengan prinsip syariah Islam, maka reksadana tersebut dapat disebut reksadana syariah.

**f. Manfaat peningkatan *buying power***

Melalui reksadana maka *buying power* meningkat dibandingkan dengan investasi secara individu. Akumulasi dana melalui pasar modal juga sangat berperan dalam perkembangan pembiayaan – perusahaan dapat memanfaatkan dana masyarakat lebih mudah.

**g. Manfaat keterbukaan investasi**

Pengelola reksadana memberikan informasi yang transparan kepada nasabah mengenai semua aspek investasi, risiko, portofolio, dan biaya-biaya transaksi. Selain itu memberi kemudahan transaksi dan administrasi yang teratur.

**h. Manfaat perlindungan investor**

Melalui peraturan yang telah dikeluarkan oleh Bapepam, diantaranya yang mengatur transaksi pada satu jenis saham maksimum sebesar 5 % dari total modal yang disetor. Selain itu manajer investasi tidakizinkan membeli satu saham perusahaan lebih dari 10 % atas aktiva bersih pada saat pembelian.

**5. Keuntungan memiliki reksadana**

Keuntungan yang diperoleh oleh investor apabila memilih reksadana untuk investasi adalah mendapatkan dividen, *capital gain*, dan peningkatan harga ( Sawidji Widoatmojo, 1996, h. 185 ). Dividen diperoleh dari penerbit reksadana. Karena penerbit reksadana memperoleh dana melalui penerbitan saham, maka reksadana berkewajiban memberikan dividen kepada pemegang sahamnya (dalam hal ini pembeli reksadana ). Dalam keadaan seperti ini maka pemegang reksadana sama seperti pemegang saham secara langsung ( bisa mendapatkan

dividen ). Tentu saja besarnya dividen ini tidak sama antara memegang saham secara langsung dengan membeli reksadana. Bisa lebih tinggi, bisa juga lebih rendah, tergantung dari sasaran reksadana yang dibeli.

*Capital gain* diperoleh dari penjualan portofolio reksadana. Hal ini bisa terjadi kalau reksadana mampu menjual portofolionya dengan harga yang lebih tinggi dari harga perolehan atau harga beli. Sedangkan keuntungan melalui peningkatan harga akan diperoleh investor apabila ia menjual saham reksadananya di pasar sekunder lebih tinggi dari nilai pembelian kembali oleh perusahaan reksadana. Peningkatan ini sebenarnya adalah juga *capital gain*. Jadi pemegang saham reksadana sebenarnya bisa mendapatkan *capital gain* dua kali, yaitu saat perusahaan reksadana menjual portofolionya dan saat ia menjual saham reksadana miliknya sendiri.

Disamping itu investor juga mendapatkan keuntungan dari pembelian obligasi melalui reksadana, dalam hal ini adalah jika investor memilih reksadana *fixed income*, maka investor tidak dikenai pajak atas bunga, sedangkan pembelian oleh investor individual secara langsung, berarti tidak melalui reksadana akan terkena pajak atas bunga final sebesar 15 %. Hal ini disebabkan karena hasil bunga dari obligasi dan hasil investasi dari reksadana bukan merupakan obyek pajak sehingga reksadana ini sangat populer bagi pemodal individu maupun institusi, bahkan juga bagi lembaga keuangan. Disamping itu, manajer investasi dapat mengatur dengan pihak perbankan untuk memberikan fasilitas penarikan dana melalui ATM atau cek sehingga setoran dana juga dapat dilakukan melalui

bank, sehingga investasi dalam reksadana ini dapat memberikan kenyamanan yang sama dengan simpanan giro atau tabungan.

## **6. Risiko investasi di reksadana**

Reksadana adalah wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan kedalam portofolio efek. Istilah “ diinvestasikan ke dalam portofolio efek “ mengandung arti bahwa dana yang dikumpulkan dalam wadah tersebut akan diinvestasikan ke dalam kumpulan surat berharga seperti saham, obligasi, surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, tanda bukti utang. Oleh karena itu investasi dalam reksadana akan memiliki komposisi dan hasil yang sesuai dengan karakteristik risiko dari surat berharga yang terdapat dalam portofolio efek reksadana tersebut. Risiko tersebut adalah sebagai berikut : ( Farid Harianto dan Siswanto Sudomo, 1998, h. 744-747).

### **a. Risiko penurunan nilai saham**

Reksadana yang memiliki portofolio saham akan memiliki karakteristik risiko yang sejalan dengan kepemilikannya, khususnya risiko penurunan nilai modal (*capital loss* ). Namun sejalan dengan itu, reksadana juga memiliki peluang memperoleh hasil yang tinggi akibat peningkatan nilai (*capital gain* ).

Secara umum harga saham akan cenderung menurun bila :

- Kinerja ( tingkat keuntungan ) perusahaan yang menerbitkan saham diperkirakan akan menurun, baik karena kondisi internal maupun eksternal.

- Daya saing terhadap alternatif investasi lain ( misalnya investasi di pasar uang) menurun, khususnya bila suku bunga simpanan meningkat.
- Aktivitas serta likuiditas perdagangan saham di bursa menurun, baik karena berkurangnya permintaan, penawaran, maupun karena berkurangnya likuiditas secara umum ( misalnya akibat kebijakan uang ketat ).
- Daya tarik investasi saham terhadap *dominant player*, baik karena perubahan ketentuan pemerintah maupun karena penurunan nilai tukar terhadap mata uang yang dipakai oleh *dominant player* dalam membukukan nilai investasinya.

#### **b. Risiko penurunan nilai efek hutang**

Bila portofolio reksadana dibatasi, sebagian besar hanya berisi obligasi, surat pengakuan hutang, surat berharga komersial dan tanda bukti hutang, maka risiko dan peluang hasil investasi pada reksadana identik dengan risiko dan peluang hasil investasi pada bank umum, yaitu :

- Risiko penurunan pendapatan akibat menurunnya suku bunga, baik secara absolut ( bila bunga mengambang ) ataupun secara relatif ( bila bunga tetap atau *fixed* sedang tingkat suku bunga pasar meningkat ).
- Risiko kredit akibat ketidakmampuan atau berkurangnya kemampuan penerbit surat berharga untuk mengembalikan pokok pinjamannya.
- Risiko penurunan nilai pasar dari efek hutang tersebut, baik karena pendapatan bunga relatif lebih rendah dari suku bunga pasar, karena penurunan kapasitas kredit penerbitnya, maupun karena berkurangnya likuiditas pasar ( misalnya akibat kebijakan uang ketat ).

**c. Risiko penurunan nilai efek pasar uang**

Risiko tersebut antara lain :

- Risiko kredit akibat ketidakmampuan atau berkurangnya kemampuan surat berharga untuk mengembalikan pokok pinjamannya, baik akibat kondisi internal maupun akibat perubahan kondisi eksternal.
- Risiko menurunnya harga pasar wajar surat berharga.
- Risiko perubahan nilai tukar mata uang asing bila ditanamkan dalam efek pasar uang dalam valuta asing.

**d. Risiko Operasional**

Risiko operasional berhubungan dengan kelengkapan dan tingkat efektifitas sistem, prosedur, dan kontrol dalam lingkungan manajer investasi dan bank kustodian, termasuk :

- Risiko likuiditas yang timbul bila manajer investasi tidak dapat dengan segera mengatur penyediaan uang tunai untuk melunasi penarikan dana pemodal.
- Risiko pertanggungan akibat hilangnya semua atau sebagian kekayaan reksadana atau akibat ketidakmampuan pihak asuransi untuk segera membayar ganti rugi akibat hilang atau berkurangnya kekayaan reksadana.
- Risiko yang timbul akibat ketidaktepatan penentuan nilai pasar wajar efek yang terdapat dalam portofolio reksadana, khususnya obligasi, sehingga nilai yang diperoleh dari penjualan efek tersebut ternyata lebih rendah dari nilai pasar wajar yang dipakai oleh manajer investasi.

- Risiko yang timbul akibat penentuan cadangan harian untuk pajak penghasilan, khususnya untuk penghasilan bunga surat berharga komersial yang ditetapkan pada setiap akhir tahun.

## 2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai kinerja portofolio reksadana telah banyak dilakukan oleh Treynor (1965), Jensen (1972), Grinbalt (1989) dan Ippolito (1989). Umumnya penelitian yang dilakukan sebagian besar mengenai penentuan apakah hasil keputusan investasi yang dilakukan manajer investasi benar-benar menghasilkan *return* investasi yang memuaskan.

Penelitian awal telah dilakukan oleh beberapa peneliti seperti Treynor (1965), Sharpe (1966), dan Jensen (1972), yang menggunakan *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) yang membandingkan *risk adjusted* dari kinerja reksadana dengan portofolio pasar dan umumnya menyimpulkan bahwa *return* yang diperoleh manajer investasi tidak cukup tinggi untuk mengganti biaya operasi investor atas investasi yang dilakukan terhadap reksadana.

Lebih jauh observasi yang dilakukan Jensen (1972) diperoleh bahwa studi empiris dengan menggunakan Ordinary Least Square (OLS) terjadi bias karena manajer investasi yang memperoleh info pasar lebih awal akan dapat melakukan penyesuaian atas tingkat risiko portofolio untuk memperoleh keuntungan terhadapantisipasi perubahan harga pasar tersebut.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Friend, Blume, dan Crockett dan diikuti oleh Elton dan Gruber (1991, p.645) dengan menggunakan model CAPM

dimana *variance* dipakai sebagai ukuran risiko tingkat keuntungan portofolio. Dari penelitian mereka yang membandingkan portofolio yang dikelola oleh manajer investasi reksadana dibandingkan dengan portofolio yang dipilih secara acak, dimana perbandingan dilakukan atas dasar rata-rata *variance* (bentuk kuadrat dari deviasi standar tingkat keuntungan portofolio) yang kurang lebih sama, dan dikelompokkan sebagai risiko rendah, sedang, dan tinggi, dan setelah dihitung dengan bobot yang sama, antara reksadana dengan portofolio yang dipilih secara acak dapat disimpulkan bahwa rata-rata tingkat keuntungan reksadana selalu lebih rendah apabila dibandingkan dengan tingkat keuntungan portofolio-portofolio yang dipilih secara acak. Hasil ini menimbulkan pertanyaan tentang kemampuan para manajer reksadana dalam mengelola dana yang dipercayakan kepada mereka. Dengan cara yang sama hal tersebut diatas diterapkan pada beta sebagai ukuran risiko yang diteliti oleh peneliti yang sama, dapat disimpulkan bahwa pemilihan portofolio secara acak, dengan bobot yang sama ternyata menghasilkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada kelompok beta yang kurang lebih sama.

Pada penelitian lain yang dilakukan oleh Jensen (1968), mengenai keuntungan yang diperoleh dari pengelolaan reksadana yang profesional, dengan menggunakan model CAPM menyimpulkan bahwa kinerja dari reksadana (setelah dikurangi biaya-biaya ) lebih baik daripada kinerja portofolio secara acak dengan risiko yang kurang lebih sama pada periode 1945-1964. Sedangkan apabila sebelum dikurangi biaya-biaya, Jensen menemukan bahwa reksadana tersebar secara acak dalam garis pasar modal dari CAPM dan menyimpulkan



bahwa manajer investasi reksadana tidak terlihat memiliki informasi khusus yang berguna.

Sedangkan Hendricks, Patel, dan Zeckhauser (1993) serta Goetzmann dan Ibbotson (1994) dengan menggunakan model CAPM menemukan bahwa keuntungan reksadana masa lalu dapat memprediksikan keuntungan masa yang akan datang. Hasil ini tidak konsisten dengan penemuan sebelumnya yang dilakukan oleh Jensen (1968) dan menyarankan bahwa investor bisa memperoleh keuntungan yang signifikan dengan cara membeli reksadana yang punya *performance* yang bagus terakhir kali.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Burton G. Malkail ( 1995 ) dengan menggunakan model CAPM dalam mengukur risiko menyimpulkan bahwa kinerja reksadana lebih rendah dibandingkan dengan kinerja dari portofolio acuan ( *benchmark portfolio* ) baik sebelum maupun sesudah dikurangi dengan biaya-biaya.

Sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Suresh C. Srivastava dan Musa Essayad ( 1994 ) mengenai penemuan metode baru untuk menyusun peringkat dari reksadana internasional dengan menggunakan model CAPM untuk mengetahui *expected assets return* dari CAPM tradisional dan *the mean-lower partial moment* CAPM sebagai kombinasi untuk mengetahui risiko sistematis dan untuk mengukur risiko dari reksadana internasional digunakan *Treynors index*. Hasil dari penelitiannya menunjukkan bahwa kombinasi beta secara statistik menunjukkan signifikan pada level 1 % dan dapat dijadikan parameter untuk mengukur risiko. Tapi hasil tes yang menggunakan *Wilcoxon signed rank test*,

menandakan tingkat kegagalan dengan adanya bukti yang kuat bahwa ada perbedaan yang signifikan antara perbandingan reksadana yang menggunakan Treynor's pada saat menggunakan dua model diatas.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Wahyu Hidayat dan Henry Salassa Go ( 1997 ) yang meneliti mengenai kinerja reksadana apabila dibandingkan dengan portofolio acak dengan menggunakan model CAPM menyimpulkan bahwa *return* dari reksadana selalu lebih rendah bila dibandingkan dengan *return* portofolio secara acak. Disamping itu dari hasil uji beda dua rata-rata antara *return* reksadana bila dibandingkan dengan *return* portofolio secara acak menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pembentukan portofolio oleh reksadana kurang lebih baik daripada pembentukan portofolio secara acak oleh pemodal individu. Dalam hal ini reksadana, khususnya para manajer investasinya dalam menganalisis dan mendiversifikasikan investasi kurang memperoleh info yang relevan bagi pembentukan portofolio daripada pemodal individu.

Sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh tim riset Bursa Efek Jakarta 1999, mengenai kinerja portofolio reksadana saham, mengemukakan bahwa untuk mengukur kinerja reksadana tidak bisa hanya berpatokan pada *return* saja, tapi investor harus mengetahui risiko investasi tiap reksadana . Untuk mengukur risiko investasi, investor dapat membandingkan risiko portofolio reksadana dengan risiko indeks harga saham gabungan ( IHSG ). Semakin kecil rasio portofolio reksadana saham dibanding IHSG, risiko investasi reksadana makin kecil. Makin kecil risiko investasi, hasil investasi juga cenderung stabil.

Keuntungan dan risiko reksadana sangat bergantung pada kebijakan investasi yang dibuat oleh *fund manager*. Meskipun sama-sama di instrumen saham, risiko dan keuntungannya sangat berbeda, karena jenis saham yang dipilih tidak sama.

Dalam penelitian-penelitian terdahulu mengenai evaluasi kinerja reksadana dapat disimpulkan bahwa kinerja reksadana dipengaruhi oleh pengelolaan yang profesional dari manajer investasi. Hasil penelitian bahwa rata-rata *return* yang diperoleh reksadana lebih rendah apabila dibandingkan dengan *return* portofolio yang dipilih secara acak ( portofolio acuan ) menimbulkan pertanyaan tentang kemampuan manajer investasi dalam mengelola dana. Seharusnya *return* reksadana lebih besar dibandingkan dengan *return* portofolio acuan, karena reksadana dikelola oleh manajer investasi yang profesional yang didukung oleh tim riset dan analisisnya sehingga dalam menganalisis dan mendiversifikasikan investasi lebih baik daripada portofolio acuan. Disamping itu, tingkat keuntungan dan risiko investasi reksadana sangat bergantung pada kebijakan investasi yang dibuat oleh *fund manager* karena *return* masing – masing reksadana berbeda tergantung dari kebijakan manajer investasi dalam menetapkan rentang investasinya dan jenis saham yang dipilihnya.

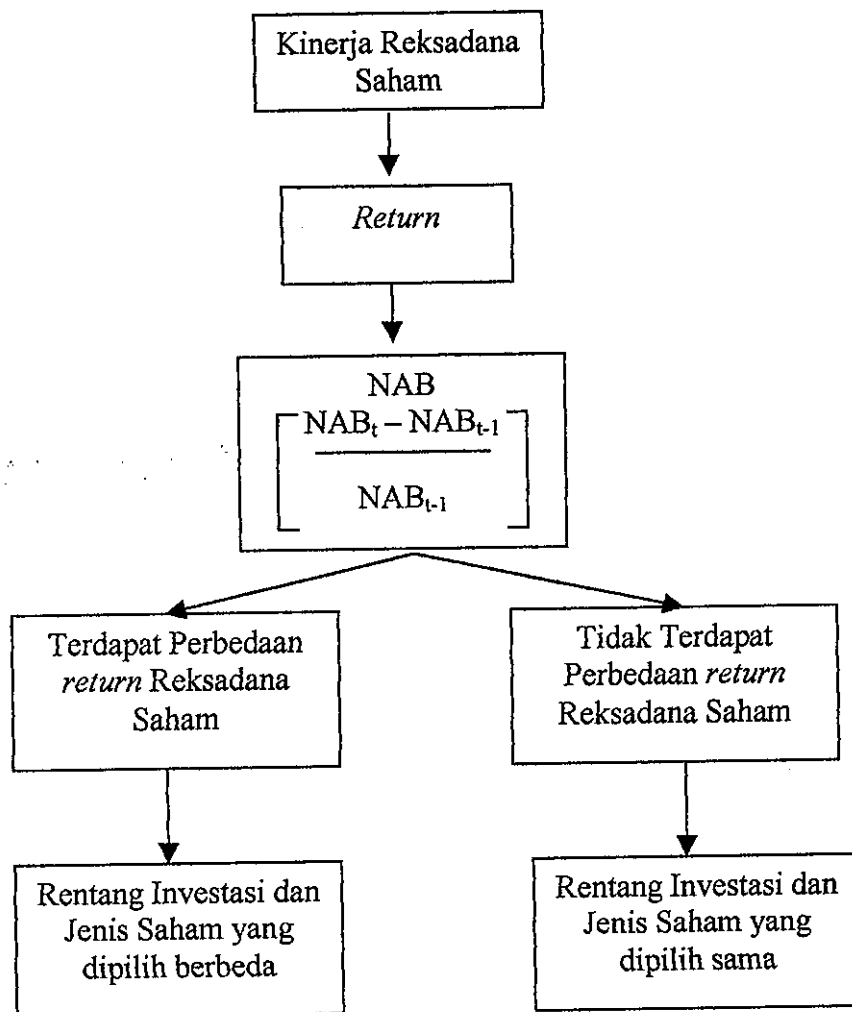
Penelitian - penelitian terdahulu yang banyak dilakukan di Amerika Serikat dengan menggunakan pendekatan model CAPM dalam mengukur risiko dari portofolio reksadana, pada umumnya membandingkan *return* yang diperoleh reksadana dengan *return* portofolio yang dibentuk secara acak ( portofolio acuan). Oleh karena itu penelitian ini berusaha untuk melakukan penilaian terhadap kinerja dari reksadana saham dengan melihat tingkat *return*nya dengan

menggunakan pendekatan model CAPM yaitu dengan menggunakan ukuran kinerja tertentu yaitu *differential return* dengan risiko yang diukur sebagai beta (Jensen's Measure ) sehingga dapat diketahui *return* dari masing-masing reksadana saham dan apakah masing-masing *return* reksadana berbeda atau tidak sehingga dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi investor dalam memutuskan untuk berinvestasi melalui reksadana saham.

### 2.3.Kerangka Pemikiran Teoritis

Dalam memutuskan untuk berinvestasi melalui reksadana saham, investor perlu mengetahui kinerja dari reksadana saham yang akan dipilihnya, yang dapat diketahui dari besar kecilnya *return* yaitu perkembangan atau pertumbuhan dari Nilai Aktiva Bersih ( NAB ) reksadana tersebut. *Return* masing-masing reksadana berbeda karena tergantung pada kebijakan investasi yang dibuat oleh *fund manager*-nya masing-masing dalam menetapkan rentang investasinya yaitu batasan dalam berinvestasi, misalnya 80 % pada efek yang bersifat ekuitas dan sisanya pada obligasi serta jenis saham yang dipilih yang akan dijadikan komposisi dari portofolio reksadana tersebut, pemilihan jenis saham tersebut adalah seluruh saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta, apakah saham tersebut termasuk saham *big cap*, *small cap* ataukah *blue chips*. Adanya perbedaan *return* berakibat bahwa apabila investor ingin berinvestasi melalui reksadana saham harus mempertimbangkan reksadana yang memperoleh *return* yang tertinggi dibandingkan dengan reksadana yang lainnya, karena apabila reksadana saham tersebut mempunyai *track record return* yang tinggi di tahun

sebelumnya, maka dapat dijadikan pegangan untuk prediksi keuntungan di masa yang akan datang. Adanya perbedaan *return* pada reksadana saham yang dapat diamati melalui perkembangan Nilai Aktiva Bersih-nya sebagai indikator untuk menentukan reksadana manakah yang mempunyai kinerja yang terbaik dapat diilustrasikan pada kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut :



## 2.4. Hipotesis

Berdasarkan penjelasan sebelumnya telah diketahui bahwa ide dasar dan tujuan dibentuknya reksadana adalah peragaman dan diversifikasi investasi untuk menurunkan risiko dan mengoptimalkan hasil investasi baik dalam nilai uang maupun dalam nilai waktu. Mengingat para investor yang telah menanamkan sejumlah modal mereka dalam reksadana dengan harapan bisa memperoleh keuntungan yang menjanjikan, maka investor perlu mengetahui kinerja dari reksadana yang menjadi pilihan investasinya.

Oleh karena itu maka dalam penelitian ini dibuat suatu hipotesis yang menyatakan bahwa :

Ho = Tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada tingkat keuntungan ( *rate of return* ) masing-masing reksadana saham.

H1 = Terdapat perbedaan yang signifikan pada tingkat keuntungan ( *rate of return* ) masing-masing reksadana saham.

## 2.5. Definisi Operasional Variabel

- Definisi kinerja reksadana saham dalam penelitian ini adalah besar kecilnya *return* atau perkembangan Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana saham.
- Definisi Nilai Aktiva Bersih ( *Net Assets Value* ) per unit penyertaan dalam penulisan ini adalah nilai aktiva reksadana yang dimiliki dikurangi dengan seluruh kewajibannya dibagi dengan jumlah unit penyertaan yang beredar ( *outstanding* ).

- Definisi unit penyertaan adalah satuan ukuran yang menunjukkan bagian kepentingan setiap pihak ( pemodal ) dalam portofolio investasi kolektif ( UU Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, pasal 1 ).
- Sebagai proksi dari *return* investasi bebas resiko ( *risk free investment* ) yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat suku bunga deposito rata-rata bank-bank pemerintah untuk jangka waktu 1 bulan.

Tingkat suku bunga deposito dipilih sebagai proksi dari tingkat keuntungan bebas risiko karena sesuai dengan tujuan investasi dalam reksadana yaitu untuk menjaring investor individu, bahwa dengan modal yang minimum, investor dapat berinvestasi dalam reksadana ( membeli saham reksadana) dengan mendapatkan keuntungan yang lebih besar bila dibandingkan dengan deposito di bank ( Wahyu Hidayat dan Henry Salassa, 1997, h. 56 ).

- *Market Return* adalah tingkat keuntungan pasar yang diperoleh para pemodal di bursa yang dalam hal ini dapat diketahui dari perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan ( IHSG ) di BEJ ( Suad Husnan, 1994, h.171 ). Perkembangan IHSG ini digunakan sebagai proksi dari *return* pasar, karena belum adanya indeks saham yang khusus bagi saham-saham yang menjadi komposisi portofolio dari reksadana.
- Portofolio *return* adalah tingkat keuntungan yang diperoleh pemodal (pemegang unit penyertaan ) reksadana yang dalam hal ini dapat diketahui dari perkembangan nilai kekayaan bersih ( NAB ) setiap unit penyertaan.

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1. Jenis dan Sumber Data**

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu :

1. Data Net Assets Value ( nilai kekayaan bersih ) harian dari masing-masing reksadana saham yang diperoleh dari Biro Pengelolaan Investasi dan Riset Bapepam pada bulan Januari 1999- Desember 1999.
2. Data tentang perkembangan IHSG harian yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta selama periode amatan ( Januari 1999 - Desember 1999 ).
3. Data tentang tingkat suku bunga deposito rata-rata bank-bank pemerintah untuk jangka waktu 1 bulan selama periode amatan yang diperoleh dari Bank Indonesia.

#### **3.2. Populasi**

Populasi atau *universe* ialah jumlah keseluruhan dari unit analisa yang ciri-cirinya akan diduga. ( Masri Singarimbun, 1989, h. 152 ). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh reksadana saham yang berbentuk terbuka dengan tipe Kontrak Investasi Kolektif ( KIK ) selama periode amatan yaitu berjumlah 20 reksadana saham.

##### Alasan pemilihan :

- Reksadana saham memberikan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan reksadana yang berbasis investasi di obligasi maupun pasar uang.



- Pada reksadana saham pertumbuhan aset reksadana perunit lebih tinggi daripada reksadana lainnya.

### 3.3. Metode Pengumpulan Data

Data dikumpulkan dengan melakukan *non participant observation* yaitu dengan mencatat data yang tercantum pada Biro Pengelolaan Investasi dan Riset Bapepam (untuk data NAB reksadana) dan pada Bursa Efek Jakarta (untuk data IHSG) serta dari Bank Indonesia (untuk data tingkat suku bunga deposito rata-rata bank-bank pemerintah).

### 3.4. Teknis Analisis

Analisa data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisa kualitatif dan kuantitatif. Analisa kualitatif adalah analisa data dalam uraian tentang gejala atau fenomena yang diteliti. Penggunaan analisa ini dalam rangka penggambaran hubungan antara variabel-variabel penelitian. Sedangkan analisa kuantitatif yaitu alat analisa yang menggunakan data berupa angka-angka yang kemudian diolah dengan metode statistik.

Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut :

- Langkah awal dalam penelitian ini adalah mencari *return* harian ( *daily return*) per unit penyertaan masing-masing reksadana . *Return* disini adalah berupa *return* harian dari Nilai Kekayaan Bersih ( NAV ) setiap unit penyertaan.

Untuk mengetahui *return* harian tersebut digunakan formula sebagai berikut :

$$R_p = (NAV_t - NAV_{t-1}) / NAV_{t-1}$$

Dimana :

$R_p$  = *Return* perhari tertentu dari suatu portofolio

$NAV_t$  = Nilai aktiva bersih pada saat  $t$  ( hari tertentu )

$NAV_{t-1}$  = Nilai aktiva bersih sehari sebelumnya.

Dengan formula yang sama maka dapat pula dicari *return* dari portofolio pasar (  $R_m$  ) yang dalam hal ini diproksi dengan IHSG BEJ harian yang terjadi pada saat yang sama dengan periode amatan ketika menghitung *return* masing-masing reksadana tersebut.

- b. Setelah diketahui *return* harian masing-masing reksadana dan *return* pasar maka dicari *return* dari investasi bebas risiko yang dalam hal ini adalah tingkat bunga deposito rata-rata bank-bank pemerintah untuk jangka waktu 1 bulan selama periode amatan.
- c. Selanjutnya adalah menghitung beta dari masing-masing *return* portofolio reksadana, dimana dalam hal ini adalah untuk mengetahui penyimpangan atau risiko dari *return* tersebut. Beta dapat dihitung dengan teknik regresi menggunakan model CAPM yaitu  $R_p = R_f + \beta_p (R_m - R_f)$ .  
Untuk mengaplikasikan model CAPM ke dalam persamaan regresi, maka nilai  $R_f$  perlu dipindahkan dari sebelah kanan ke sebelah kiri persamaan, sehingga didapatkan formula :  $R_p - R_f = \beta_p (R_m - R_f)$ , sehingga dependen variabel persamaan regresi adalah sebesar (  $R_p - R_f$  ) dengan independen variabelnya adalah (  $R_m - R_f$  ) ( Jogiyanto, 1998, h. 199 ).
- d. Dengan menggunakan variabel-variabel dari  $R_p$  ( *return* dari masing-masing reksadana ),  $R_f$  ( *return* dari investasi deposito ),  $R_m$  ( *return* pasar ) dan juga

beta dari masing-masing tingkat keuntungan portofolio (  $R_p$  ) maka dapat dihitung *expected return* portofolio masing-masing reksadana dengan menggunakan model CAPM dengan formula sebagai berikut :

$$E ( R_p ) = R_f + \beta_p ( R_m - R_f )$$

Dimana :

$E ( R_p )$  = *Return* yang diharapkan dari suatu portofolio reksadana tertentu.

$R_f$  = *Return* dari investasi deposito.

$R_m$  = Tingkat *return* pasar.

$\beta_p$  = Beta ( tingkat risiko ) portofolio terhadap *return* pasar.

- e. Setelah mengetahui *expected return* dari masing-masing portofolio reksadana maka dapat diketahui *differential return* atau disebut juga *abnormal return* yang merupakan selisih antara  $R_p$  ( *actual return* ) dikurangi dengan  $E ( R_p )$  yaitu *expected return*. Apabila  $R_p$  lebih besar dari  $E ( R_p )$  maka diperoleh nilai *differential return* positif, begitu pula sebaliknya. Dari nilai *differential return* masing-masing reksadana ini maka dibuat peringkat kinerjanya. reksadana dengan nilai *differential return* positif terbesar adalah merupakan yang terbaik.
- f. Untuk memperoleh jawaban atas hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini maka dilakukan pengujian hipotesis yaitu melakukan uji secara keseluruhan dengan menggunakan uji analisis variance ( ANOVA ) . Uji ANOVA adalah untuk menguji apakah dua atau lebih rata-rata populasi yang tidak diketahui adalah sama ( Algifari, 1997, h. 99 ). Uji ANOVA yang digunakan dalam penelitian ini adalah ANOVA satu arah ( *one-way ANOVA* ) yaitu ANOVA

yang menggunakan satu perlakuan. Dalam penelitian ini, tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) yang digunakan adalah sesuai dengan kesalahan yang diharapkan yang digunakan dalam pengujian ini adalah sebesar 5 % dan degree of freedom (d.f) = (k-1) (n-k). Untuk uji distribusi yang digunakan adalah uji F, dimana nilai F dapat ditentukan dengan formulasi sebagai berikut :

$$F = \frac{S^2_B}{S^2_W}$$

$S^2_B$  adalah taksiran varians antar kolom (*Between-groups variance estimate*)

$S^2_W$  adalah taksiran varians di dalam kolom (*Within-groups variance estimate*)

$$S^2_B = \frac{n \sum_{j=1}^k (x_j - \bar{x})^2}{k - 1}$$

$$S^2_W = \frac{n \sum_{j=1}^k (n_j - 1) S_j^2}{n_T - k}$$

$$S_j = \frac{\sum_{i=1}^{n_j} (X_{ij} - \bar{X}_j)^2}{n_j - 1}$$

## **BAB IV**

### **GAMBARAN UMUM INDUSTRI REKSADANA**

#### **4.1. Perkembangan Reksadana**

Pada awalnya reksadana di Indonesia dimulai dengan berdirinya PT BDNI Reksadana pada tahun 1995 yang menawarkan 600 juta saham dengan harga Rp. 500 dimana nilai nominalnya sebesar Rp. 500 per saham pada September 1995. Ketika penawaran reksadana ini dilakukan PT. BDNI Reksadana menawarkan 400 juta saham ke publik dimana 200 juta sudah dibeli oleh perusahaan-perusahaan dibawah Gadjah Tunggal Group. BDNI Reksadana merupakan reksadana tertutup dan satu-satunya reksadana tertutup di Indonesia. Berdirinya perusahaan ini sesuai dengan peraturan yang berlaku bahwa reksadana tertutup yang dapat berdiri di Indonesia yaitu SK Menkeu No. 1548 / KMK.013 / 1990. Ketika reksadana ini pada hari pertama dicatatkan di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 16 Oktober 1995, harga yang terjadi tidak dapat melebihi dari harga IPOnya dan harga penutupannya turun sebesar Rp. 75. Pada sisi lain Nilai Aktiva Bersih ( NAB ) dari BDNI Reksadana tersebut senilai Rp. 503,54 atau lebih tinggi dari harga transaksi pada hari tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa harganya di pasar selalu dibawah NAVnya. Tetapi untuk reksadana terbuka maka harga perdagangan sama dengan harga NAVnya. Munculnya reksadana ini kelihatannya mengambil momentum mengenai diterbitkannya Undang-Undang Pasar Modal. Per 14 November 1998, NAV dari BDNI reksadana sebesar Rp. 425,94 atau terjadi penurunan sebesar Rp. 74,06 dari nilai IPO sebesar Rp. 500 atau terjadi

penurunan sebesar 14,81 % selama tiga tahun. Penurunan ini cukup kecil bila dibandingkan dengan IHSG sebagai pembanding dari BDNI Reksadana ini. Hal ini juga menunjukkan bahwa investasi dalam reksadana dalam jangka panjang sangat menguntungkan.

Selanjutnya, Undang-Undang Pasar Modal telah disetujui DPR pada bulan Oktober 1995 dan mulai berlaku 1 Januari 1996, karena selama tiga bulan tersebut diharapkan peraturan-peraturan pelaksanaannya akan dikeluarkan. Pada bulan Juli 1996, 4 reksadana mendapat izin dari Bapepam untuk ditawarkan kepada masyarakat. Empat reksadana tersebut diterbitkan oleh dua perusahaan yaitu tiga reksadana diterbitkan oleh PT. Dana Reksa, yaitu perusahaan pemerintah yang bergerak di pasar modal dan satu reksadana dengan jenis pasar uang diterbitkan oleh PT. BDNI Securities. Keluarnya reksadana ini merupakan pembuka jalan bagi reksadana yang lain. Keempat reksadana ini adalah reksadana terbuka yang didirikan sesuai dengan Undang-Undang No. 8 / 1995 tentang Pasar Modal. Tiga reksadana yang diterbitkan oleh PT Dana Reksa mempunyai sponsor sebesar Rp. 236 milyar dari target Rp. 1,5 trilyun atau sekitar 15,73 %.

Kemudian, perkembangan reksadana mengalami pertumbuhan yang cepat dimana pada akhir tahun 1996 telah terbit 25 reksadana dengan total dana yang dikelola sebesar Rp. 2,76 trilyun, seperti terlihat dalam tabel sebagai berikut:

**Tabel 4.1 Perkembangan Reksadana di Indonesia****Periode 1996 - Desember 1998**

<b>Periode</b>	<b>Jumlah (kumulatif)</b>	<b>Pemegang saham/ unit Penyertaan</b>	<b>NAB ( Rp Juta)</b>	<b>Unit Penyertaan Yang Beredar</b>
1996	25	2.441	2.782.322,5	2.942.232.210,518
1997	77	20.234	4.916.604,8	6.007.373.758,547
Jan 98	77	20.342	4.432.681,5	5.871.975.974,971
Feb 98	77	20.577	4.138.560,7	5.499.087.457,892
Mar 98	77	20.618	4.035.785,8	5.265.910.765,295
Apr 98	77	20.456	3.680.808,8	5.033.242.957,406
Mei 98	77	20.010	3.491.497,1	4.899.871.155,506
Jun 98	77	19.938	3.162.424,3	4.491.580.178,782
Jul 98	77	19.163	3.041.037,8	4.024.307.301,591
Ags 98	81	14.913	2.928.469,3	3.998.315.280,927
Sep 98	81	14.680	2.782.570,5	3.854.756.665,224
Okt 98	81	14.957	2.856.677,7	3.844.286.364,039
Nov 98	81	14.847	2.902.773,0	3.707.827.590,346
Des 98	81	15.482	2.992.171,4	3.680.892.097,256

Sumber : Biro Pengelolaan Investasi dan Riset Bapepam

Pertumbuhan reksadana ini merupakan pertumbuhan yang cukup menggembirakan karena pertumbuhan ini sangat jauh bila dibandingkan dengan pertumbuhan reksadana di Amerika Serikat dimana selama 16 tahun hanya tumbuh sebanyak 48 reksadana pada tahun 1940, dimana jenis reksadana terbuka di Amerika Serikat dimulai ketika Massachusetts Investor Trust didirikan pertama kali sebagai reksadana pada tahun 1924. Di Indonesia, jumlah investor reksadana juga mengalami pertumbuhan yang tinggi dari 1408 investor pada Mei 1996 menjadi 2441 investor pada Akhir Desember 1996. Pemerintah dalam hal ini adalah Bapepam, sangat mendukung penerbitan reksadana ini karena dengan adanya reksadana maka kekuatan investor lokal akan tumbuh. Oleh karena itu,

Menteri Keuangan memberikan penghargaan ( Award ) sebagai pelopor reksadana kepada ke 25 reksadana yang diterbitkan pada tahun 1996, dan menetapkan tahun 1996 sebagai tahun reksadana.

Selanjutnya pertumbuhan reksadana selama tujuh bulan pertama tahun 1997 cukup menggembirakan karena reksadana bertambah jumlahnya menjadi 42 reksadana dengan total dana yang dikelola sebesar Rp. 8,34 trilyun. Hal ini menunjukkan bahwa terjadi pertumbuhan dana yang dikelola sebesar 207,41 %. Pertumbuhan dana yang dikelola ini merupakan pertumbuhan yang cukup tinggi, bahkan dunia usaha tidak menduga bahwa pertumbuhan reksadana akan secepat ini. Dari segi jumlah investor ( *unit holder* ) telah terjadi pertumbuhan dari 2.441 investor pada akhir Desember 1996 menjadi 12. 734 investor pada akhir Juli 1997 atau terjadi pertumbuhan sebesar 421,67 % selama tujuh bulan pertama. Jumlah investor bertambah menjadi 20.603 unit pada September 1997 yang merupakan jumlah investor terbesar kedua selama periode 1996 sampai akhir November 1998. Sedangkan jumlah aset menjadi Rp. 6,6 trilyun. Penurunan aset dari Juli 1997 ke September 1997 dikarenakan Manajer Investasi melakukan revaluasi harga obligasi pada 19 Agustus 1997 dimana tingkat pengembalian turun tajam dari negatif 7 % samapai dengan 40 % dalam sebulan terakhir. Hal ini dipengaruhi oleh krisis mata uang yang mengakibatkan tingkat bunga pasar uang cukup tinggi dan dollar melebihi level Rp. 10.000,00. Disamping itu, beberapa Manajer Investasi menggunakan kesempatan ini untuk menghindar dari *redemption* yang sangat besar ( terutama yang mempunyai *redemption fee* nol ) dikarenakan tiadanya likuiditas dan obligasi tidak dapat dijual baik dengan harga 80 atau 2000



basis poin dibawah nilai par. Selanjutnya terjadi penarikan besar-besaran terhadap reksadana dikarenakan situasi ekonomi yang tidak menentu sehingga jumlah aset reksadana menjadi Rp. 2,9 trilyun pada akhir Oktober 1998 dan jumlah investor turun menjadi 14.957 investor. Sampai dengan akhir Desember 1999, jumlah reksadana adalah 80 dengan pemegang unit penyertaan sebanyak 24.127 dan total dana yang dikelola reksadana sejumlah Rp. 4,974 Triliun.

Pertumbuhan reksadana yang cukup cepat tersebut membawa dampak yang negatif terhadap industri reksadana. Dampak negatif tersebut yaitu terjadinya perang tarif antar reksadana. Perang tarif yang dimaksud yaitu biaya penjualan (*entry fee*) dan biaya penjualan kembali, dimana ada manajer investasi yang secara terang-terangan tidak mengenakan biaya penjualan kembali terhadap investor. Hal ini mempunyai dampak yang negatif terhadap NAV dan secara tidak langsung kepada pemilik dana yang masih tetap berinvestasi pada reksadana tersebut. Disamping itu, para manajer investasi juga melakukan *kick back* yaitu Manajer Investasi menjanjikan sejumlah beberapa persen dari biaya pengelolaan investasi yang diterimanya kepada para sponsor agar reksadana dapat diterbitkan. Hal ini sudah menjadi preseden buruk, sedangkan di luar negeri biaya penjualan ini sudah mencapai 6 % dari nilai investasi sementara di Indonesia sebesar maksimum 2,5 %.

Implikasi lain yang timbul yaitu tersedianya kesempatan kerja yang cukup besar di bidang investasi dan operasionalnya. Karena untuk menjalankan sebuah reksadana harus dapat memiliki tenaga kerja minimal 8 orang dengan total biaya sekitar Rp. 750 juta sampai Rp. 1 miliar. Oleh karena itu, kelihatannya

minat investor untuk mendirikan reksadana semakin besar, disamping itu tenaga manajer investasi masih cukup langka. Kelangkaan dari manajer investasi akan memberikan perkembangan investasi reksadana akan sedikit kurang bergejolak dalam jangka pendek. Tetapi, hal ini bisa diatasi dengan banyaknya pendidikan manajer investasi. Dalam jangka pendek, style dari investasi reksadana kemungkinan tidak begitu bervariasi dan hal ini sudah terlihat dari jenis reksadana yang ada. Implikasi lainnya yaitu adanya kekuatan investor lokal di pasar modal yang semakin kuat. Hal ini ditunjukkan dengan jumlah investor lokal yang menguasai transaksi di bursa sudah mengalami peningkatan dari 30 % tahun 1996 dan saat ini telah meningkat menjadi sebesar 55 % pada tahun 1999. Perkembangan reksadana dalam jangka panjang mempunyai prospek yang cukup bagus, terutama bagi investor kecil yang belum mengenal pasar modal dan yang tidak mempunyai cukup waktu untuk mengelola dananya.

#### **4.2. Profil Masing-Masing Reksadana Saham**

Reksadana saham yang ada di Indonesia sampai dengan Desember tahun 1999 berjumlah 20 reksadana saham yang masing-masing mempunyai manajer investasi dan bank kustodian serta tujuan investasi yang tidak sama antara reksadana saham satu dengan yang lainnya. Adapun profil dari masing-masing reksadana saham tersebut antara lain sebagai berikut : ( disarikan dari masing-masing prospektus )

### **1. Reksadana Mawar**

Reksadana ini mulai efektif beredar pada tanggal 5 Juli 1996 dan dikelola oleh PT. Danareksa Fund Management sebagai manajer investasi, berdasarkan kontrak investasi kolektif antara PT. Danareksa Fund Management dengan Citibank N.A. sebagai bank Kustodian. Reksadana ini bertujuan untuk memperoleh pertumbuhan nilai investasi yang tinggi dalam jangka panjang melebihi tingkat pertumbuhan saham-saham di Indonesia pada umumnya melalui investasi pada efek ekuitas dan efek hutang yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan berbadan hukum di Indonesia yang dijual melalui penawaran umum serta instrumen pasar uang yang berjangka waktu kurang dari 12 ( dua belas ) bulan.

### **2. Bahana Dana Prima**

Reksadana ini mulai efektif beredar pada tanggal 1 Agustus 1996 dan dikelola oleh PT. Bahana TCW Investment Management sebagai manajer investasi, berdasarkan kontrak investasi kolektif antara PT. Bahana TCW Management dengan Deutsche Bank AG sebagai bank kustodian.

### **3. BNI Reksadana Berkembang**

Reksadana ini mulai efektif beredar pada tanggal 30 September 1996 dengan PT. BNI Securities sebagai manajer investasi. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif ( KIK ) antara PT. BNI Securities dengan Bank Niaga sebagai bank kustodian.

#### **4. Bira Dana saham**

Reksadana ini efektif beredar pada tanggal 9 Desember 1996 dengan PT. Bira Aset Management sebagai manajer investasi. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif antara PT. Bira Aset Management dengan Deutsche Bank AG sebagai bank kustodian.

#### **5. ABN AMRO Indonesia Dana Saham**

Reksadana ini efektif beredar pada tanggal 16 Desember 1996 dengan PT. ABN AMRO Management Investment sebagai manajer investasi. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif ( KIK ) antara PT. ABN AMRO MI dengan Deutsche Bank AG sebagai bank kustodian. Tujuan umum investasi reksadana ini adalah untuk mendapatkan hasil investasi yang optimal dan dapat memberikan pendapatan yang tinggi, yang diukur dengan penghitungan peningkatan nilai modal ( capital gain ) yang konsisten dari hasil pengelolaan yang konservatif dan prudent dengan pola investasi berjangka panjang.

#### **6. Arjuna**

Reksadana ini mulai efektif beredar pada tanggal 4 Maret 1997, dan dikelola oleh PT. Pentasena Arthatama sebagai manajer investasi. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif antara PT. Pentasena Arthatama dengan Deutsche Bank AG sebagai bank kustodian. Tujuan dari reksadana ini adalah untuk memperoleh peningkatan nilai modal dalam jangka panjang dan mendapatkan tingkat pengembalian yang optimal melalui penempatan pada saham-saham yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi tanpa melupakan likuiditas dari saham-saham tersebut.

## **7. Bima**

Reksadana ini mulai efektif beredar pada tanggal 4 Maret 1997 dan dikelola oleh PT. Pentasena Arthatama sebagai manajer investasi. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif antara PT. Pentasena Arthatama sebagai manajer investasi dengan Deutsche Bank AG sebagai bank kustodian. Reksadana Bima merupakan reksadana efek ekuitas yang likuid yang bertujuan untuk memperoleh apresiasi modal melalui kenaikan nilai atas efek ekuitas yang ada dalam portofolio.

## **8. Reksadana Megah Kapital**

Reksadana ini mulai efektif beredar pada tanggal 19 Maret 1997 dengan PT. Trimegah Securindolestari sebagai manajer investasi. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif antara PT. Trimegah Securindolestari dengan Bank Niaga sebagai bank kustodian.

## **9. BIG Nusantara**

Reksadana ini efektif beredar mulai tanggal 26 Maret 1997, dengan PT. Bhakti Investama sebagai manajer investasinya. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif antara PT. Bhakti Investama dengan BRI sebagai bank kustodian.

## **10. GTF Sejahtera**

Reksadana ini efektif beredar pada tanggal 27 Maret 1997 dengan PT. GTF Indonesia Aset Management sebagai manajer investasinya. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif antara PT. GTF Indonesia Aset management dengan Standard Chartered Bank sebagai bank kustodian.

**11. Panin Dana Maksima**

Reksadana ini mulai efektif beredar pada tanggal 27 Maret 1997 dan dikelola oleh PT. Panin Sekuritas sebagai manajer investasi. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif antara PT. Panin Sekuritas dengan BDNI sebagai bank kustodiannya.

**12. Danamon GT Mega**

Reksadana ini efektif beredar pada tanggal 17 April 1997 dan dikelola oleh PT. Danamon GT Management sebagai manajer investasi. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif antara PT. Danamon GT Management dengan ABN AMRO Bank sebagai bank kustodian.

**13. Danamon GT Raya**

Reksadana ini mulai efektif beredar pada tanggal 17 April 1997 dan dikelola oleh PT. Danamon GT Management sebagai manajer investasinya. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif ( KIK ) antara PT. Danamon GT Management dengan ABN AMRO Bank sebagai bank kustodian.

**14. Indosurya Khatulistiwa**

Reksadana ini mulai efektif beredar pada tanggal 4 Juni 1997 dan dikelola oleh PT. Asjaya Indosurya Securities sebagai manajer investasi. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif ( KIK ) antara PT. Asjaya I.S. dengan Deutsche Bank AG sebagai bank kustodian.

**15. Danareksa Syariah**

Reksadana ini efektif beredar pada tanggal 25 Juni 1997 dengan PT. Danareksa Fund Management sebagai manajer investasinya. Reksadana ini

berbentuk kontrak investasi kolektif ( KIK ) antara PT. Danareksa Fund Management dengan Citibank sebagai bank kustodian.

#### **16. GTF Agresif**

Reksadana ini mulai efektif beredar pada tanggal 25 Juni 1997 dan dikelola oleh PT. GTF Indonesia Aset sebagai manajer investasi. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif ( KIK ) antara PT. GTF Indonesia Aset dengan Standard Chartered Bank sebagai bank kustodiannya.

#### **17. GTF Sentosa**

Reksadana ini mulai efektif beredar pada tanggal 25 Juni 1997 dan dikelola oleh PT. GTF Indonesia Aset sebagai manajer investasinya. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif antara PT. GTF Indonesia Aset dengan Standard Chartered Bank sebagai bank kustodian.

#### **18. Nikko Saham Nusantara**

Reksadana ini mulai efektif beredar pada tanggal 26 Juni 1997 dan dikelola oleh PT. Nikko Securities Indonesia sebagai manajer investasi. Bentuk dari reksadana ini adalah kontrak investasi kolektif ( KIK ) antara PT. Nikko S.I. dengan Deutsche Bank AG sebagai bank kustodian.

#### **19. BILLIS Super Dinamika**

Reksadana ini mulai beredar secara efektif pada tanggal 29 Juli 1997. Reksadana ini dikelola oleh PT. BII Lend Lease Inv. Services sebagai manajer investasi. Bentuk dari reksadana ini adalah kontrak investasi kolektif antara PT. BII Lend Lease I.S. dengan Deutsche Bank AG sebagai bank kustodian.

## **20. Phinisi Dana Saham**

Reksadana ini efektif beredar pada tanggal 7 Agustus 1998 dengan PT. Manulife Aset Manajemen sebagai manajer investasinya. Reksadana ini berbentuk kontrak investasi kolektif ( KIK ) antara PT. Manulife Aset Manajemen dengan Deutsche Bank AG sebagai bank Kustodiannya.



## **BAB V**

### **PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN**

#### **5.1. Data**

Berdasarkan data yang diperoleh dari Biro Pengelolaan Investasi dan Riset Bapepam, maka reksadana yang dipilih untuk dievaluasi kinerja portofolionya adalah Reksadana Saham yang berbentuk terbuka dengan tipe Kontrak Investasi Kolektif ( KIK ), yaitu sebagai berikut :

1. ABN AMRO Indonesia Dana Saham
2. Arjuna
3. Bahana Dana Prima
4. Bima
5. Bira Dana Saham
6. Indosurya Khatulistiwa
7. BILLIS Super Dinamika
8. Phinisi Dana Saham
9. Panin Dana Maksima
10. GTF Sejahtera
11. GTF Agresif
12. GTF Sentosa
13. BNI Reksadana Berkembang
14. Dana Megah Kapital
15. Danareksa Mawar

16. Danareksa Syariah
17. Nikko Saham Nusantara
18. Danamon GT Mega
19. Danamon GT Raya
20. BIG Nusantara

Periode amatan adalah mulai tanggal 4 Januari 1999 sampai dengan tanggal 30 Desember 1999. Untuk mengevaluasi kinerja dari reksadana saham, maka parameter yang digunakan adalah dengan menggunakan model CAPM yaitu dengan mendasarkan pada *Jensen's Measure* yaitu *differential return* dengan risiko yang diukur dengan beta, maka diperlukan data yang relevan sebagai berikut :

#### 1. Net Assets Value ( Nilai Aktiva Bersih )

Data NAB masing-masing reksadana saham per hari merupakan harga dari setiap unit penyertaan per hari. NAB yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah yang berlaku selama 248 hari yaitu mulai tanggal 4 Januari 1999 sampai dengan tanggal 30 Desember 1999. Data tentang NAB ini diperoleh dari Bapepam yang bersumber dari Bank Kustodian. Data ini dipergunakan untuk mengetahui tingkat *return* setiap portofolio reksadana (  $R_p$  ) yang diperoleh pemodal apabila mereka melakukan investasi dengan membeli unit penyertaan reksadana terbuka perhari. Data NAB dari masing-masing reksadana saham baik yang diperolehnya perhari maupun jumlahnya selama satu tahun terlihat dalam Lampiran 2 dari laporan penelitian ini.

## 2. Tingkat Suku Bunga Deposito rata-rata Bank-Bank Pemerintah untuk jangka waktu 1 bulan.

Tingkat suku bunga deposito ini digunakan sebagai proksi tingkat keuntungan bebas risiko atau *risk free rate* ( $R_f$ ). Berdasarkan informasi tentang tingkat suku bunga deposito rata-rata Bank-Bank Pemerintah untuk jangka waktu 1 bulan selama tahun 1999 ( Januari – Desember ) adalah sebagai berikut :

**Tabel 5.1 Tingkat Suku Bunga Deposito ( rata-rata )  
Bank-Bank Pemerintah  
Periode Januari – Desember 1999**

Bulan	Suku Bunga Deposito Berjangka Satu Bulan % ( 1 Tahun )	Rata-Rata Per Bulan ( % )	Rata-Rata Per hari ( % )
Januari	37,1	3,09	0,103
Februari	37,57	3,13	0,104
Maret	36,57	3,04	0,101
April	32	2,67	0,089
Mei	27,14	2,26	0,075
Juni	20,71	1,72	0,057
Juli	16,57	1,38	0,046
Agustus	16,36	1,36	0,045
September	11,63	0,97	0,032
Oktober	12,06	1,005	0,0335
November	12	1	0,03
Desember	12	1	0,03

Sumber : Data Sekunder, diolah kembali.

## 3. Indeks Harga Saham Gabungan ( IHSG )

IHSG yang digunakan dalam penelitian ini adalah IHSG harian yang berlaku di BEJ selama periode amatan berjumlah 248 hari yaitu mulai tanggal 4 Januari 1999 sampai dengan tanggal 30 Desember 1999. IHSG adalah merupakan perbandingan nilai pasar saham yang tercatat di BEJ dengan nilai dasarnya (*base value*) yang telah disesuaikan dengan adanya perubahan modal ataupun faktor-

faktor lain. Informasi yang dapat digunakan dari perubahan IHSG ini adalah berupa *return* perhari yang diperoleh pemodal apabila melakukan investasi langsung pada saham yang tercatat di BEJ Perkembangan IHSG BEJ dan  $R_m$  selama periode amatan terlihat dalam Lampiran 3 laporan penelitian ini.

#### 4. Tingkat risiko ( beta )

Untuk mengetahui risiko masing-masing portofolio reksadana (  $R_p$  ) terhadap tingkat keuntungan pasar (  $R_m$  ), maka dilakukan regresi dengan menggunakan model CAPM. Hasil yang diperoleh dari persamaan ini berupa intercept dan beta dari masing-masing portofolio yang hasil perhitungannya terlihat dalam Lampiran 5 laporan penelitian ini.

### 5.2. Analisis Data

Analisis yang dilakukan dalam pembahasan ini adalah bersifat evaluasi terhadap kinerja masing-masing reksadana saham dengan terlebih dahulu menyusun peringkat kinerjanya berdasarkan nilai *differential return* yang diperolehnya selama 1 tahun yaitu mulai tanggal 4 Januari 1999 sampai dengan tanggal 30 Desember 1999. Selain itu juga dilakukan analisis dengan menggunakan alat analisis uji statistik dengan menggunakan uji ANOVA untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan pada tingkat keuntungan ( *rate of return* ) masing-masing reksadana saham.

#### 5.1.1. Evaluasi Kinerja Reksadana Saham

Setelah dilakukan penghitungan dengan menggunakan parameter yang ada dan hasilnya seperti terlihat dalam lampiran laporan ini, maka dibawah ini

disusun suatu peringkat kinerja reksadana saham yang ada di Indonesia selama periode amatan, adalah sebagai berikut :

**Tabel 5.2 Daftar Peringkat Kinerja Reksadana Saham  
Periode 4 Januari 1999 – 30 Desember 1999**

Peringkat	Nama Reksadana Saham	Actual Return	Expected Return	Differential Return
1	ABN AMRO Indonesia Dana Saham	0,520207	0,516466	0,0037403
2	BNI Reksadana Berkembang	0,520477	0,520325	0,0001512
3	Dana Megah Kapital	0,673933	0,673815	0,0001179
4	Danareksa Mawar	0,355975	0,355934	4,094E-05
5	Arjuna	0,652375	0,652388	-1,3E-05
6	Danamon GT Mega	0,28924	0,289331	-9,17E-05
7	Bahana Dana Prima	0,52141	0,521613	-0,0002
8	Indosurya Khatulistiwa	0,289508	0,289712	-0,000205
9	GTF Sejahtera	0,761234	0,761489	-0,000225
10	BILLIS Super Dinamika	0,36671	0,366971	-0,0002604
11	GTF Sentosa	0,650335	0,6506341	-0,0002991
12	GTF Agresif	1,277378	1,2777123	-0,0003338
13	Phinisi Dana Saham	0,432895	0,433377	-0,000482
14	Bira Dana Saham	0,607772	0,608726	-0,0009546
15	Panin Dana Maksima	1,130383	1,131341	-0,00096
16	Nikko Saham Nusantara	1,016003	1,17096	-0,0010924
17	BIG Nusantara	0,908275	0,909534	-0,0012592
18	Danamon GT Raya	1,045343	1,046661	-0,00132
19	Danareksa Syariah	0,128588	0,134045	-0,005457
20	Bima	0,448811	8,246379	-7,7975682

Sumber : Data Sekunder, yang diolah

Peringkat kinerja diatas menunjukkan peringkat kinerja dari masing-masing reksadana saham yang dikelola oleh manajer investasinya masing-masing. Reksadana dengan nilai *differential return* terbesar selama 1 tahun adalah merupakan yang terbaik dan menduduki peringkat pertama. Demikian selanjutnya peringkat ini dibuat berdasarkan tingkat *differential return* yang diperoleh oleh

masing-masing reksadana saham. Dari tabel diatas, selama 1 tahun ( Januari – Desember 1999 ) reksadana saham yang mendapatkan nilai *differential return* yang terbesar adalah ABN AMRO Indonesia Dana Saham yaitu sebesar 0,0037403 , sedangkan yang memperoleh nilai *differential return* terendah adalah Reksadana Bima yaitu sebesar -7,7975682. Selama 1 tahun, dari 20 reksadana saham yang diamati hanya 4 reksadana saham yang mendapatkan nilai *differential return* yang positif yaitu ABN AMRO Indonesia Dana Saham, BNI Reksadana Berkembang, Dana Megah Kapital, dan Danareksa Mawar, sedangkan yang lainnya memperoleh nilai *differential return* yang negatif. Hal ini berarti selama 1 tahun ( Januari – Desember 1999 ) rata-rata *differential return* reksadana saham adalah sebesar - 0,39053542 atau - 39,05 % dibawah tingkat keuntungan yang diharapkan atau hanya sebagian kecil saja atau sebanyak 20 % dari investor yang memiliki unit penyertaan dari 20 reksadana saham yang diamati selama 1 tahun memperoleh tingkat keuntungan yang positif di atas tingkat keuntungan yang diharapkan. Hal ini menunjukkan bahwa investasi pada reksadana saham selama tahun 1999 tidak menguntungkan, terbukti dengan banyaknya reksadana saham yang memperoleh nilai *differential return* yang negatif, karena seharusnya menurut standard CAPM, dalam keadaan equilibrium semua portofolio diharapkan berada pada SML ( *Security Market Line* ), tapi pada kenyataannya sebagian besar portofolio terletak di bawah garis SML. Karena tingkat keuntungannya di bawah SML, tidak ada seorangpun pemodal atau investor yang bersedia memilikinya atau membeli saham tersebut atau dapat dikatakan bahwa portofolio ( dalam hal ini saham reksadana ) tidak laku. Investor akan lebih

menyukai portofolio yang berada di atas SML, karena itu harga portofolio yang terletak di bawah SML tersebut terlalu tinggi. Dalam pasar yang kompetitif, maka harga portofolio ( saham reksadana ) yang berada di bawah SML akan turun, dan akan memaksa tingkat keuntungan yang diharapkan ( *expected return* ) kembali ke posisi keseimbangan. Posisi atau *plotting* titik regresi dari persamaan dengan menggunakan model CAPM pada masing-masing portofolio reksadana saham terhadap garis Security Market Line ( SML ) apakah terletak di atas SML ataukah di bawah SML selama periode amatan terlihat dalam Lampiran 6 laporan penelitian ini.

Dari hasil *plotting* titik regresi tersebut, terlihat bahwa reksadana dengan nilai *differential return* positif selama 1 tahun yaitu ABN AMRO, BNI Reksadana Berkembang, Dana Megah Kapital, dan Danareksa Mawar sebagian besar titik-titik *plotting* regresinya terletak diatas dan tepat pada SML, sedangkan sisanya yaitu reksadana saham lainnya, *plotting* titiknya terletak tepat pada SML dan di bawah SML. Hal ini menunjukkan bahwa seorang investor dalam memilih reksadana saham harus memperhatikan atau mengamati kinerjanya yang dapat dilihat dari besarnya nilai *differential return* yang diperoleh. Apabila reksadana tersebut memperoleh nilai *differential return* yang positif atau di atas SML, maka reksadana tersebut mempunyai kinerja yang terbaik atau yang akan menghasilkan *return* yang tinggi. Sedangkan sebaliknya, apabila reksadana tersebut mempunyai nilai *differential return* yang negatif atau dibawah SML, maka reksadana saham tersebut sebaiknya tidak dipilih sebagai alternatif pilihan investasi.

### 5.2.2. Analisis Statistik

Berdasarkan data tingkat keuntungan (*rate of return*) masing-masing reksadana saham, maka dapat dilakukan uji statistik berupa uji ANOVA, yang hasil perhitungannya terlihat dalam Lampiran 4 laporan penelitian ini. Dari hasil uji F dengan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) sebesar 5 % ( 0,05 ) disimpulkan bahwa  $H_0$  diterima bahwa tidak terdapat adanya perbedaan yang signifikan pada tingkat *return* masing-masing reksadana saham ( $p \text{ value} > 0,05$ ). Hal ini berarti bahwa apabila investor ingin memutuskan untuk berinvestasi dalam reksadana ( membeli saham reksadana ) tidak perlu mempertimbangkan reksadana saham mana yang akan dipilih atau yang akan memberikan keuntungan yang terbesar, karena masing-masing *return* reksadana saham adalah sama. Hal ini diduga disebabkan karena tidak terjadi kebocoran informasi atau para manajer investasi reksadana tidak mendapatkan informasi privat yang tidak dipublikasikan, yaitu para manajer investasi reksadana dalam menganalisis dan mendiversifikasikan investasi kurang memperoleh info yang relevan bagi pembentukan portofolio ( Jogiyanto, 1998, h. 333 ). Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sharpe (1966) dan Jensen (1968) yang meneliti kinerja dari reksadana, dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa reksadana tidak mendapatkan *abnormal return* yang berlebihan.

Disamping itu kebijakan investasi dari *fund manager* ( manajer investasi ) dari masing-masing reksadana saham dalam menetapkan rentang investasinya dan jenis saham yang dipilihnya atau yang menjadi komposisi portofolio dari reksadana tersebut sebagian besar adalah sama. Para manajer investasi dalam



mendiversifikasikan investasi dalam reksadana saham ini menginvestasikan dananya sebagian besar pada efek yang bersifat ekuitas atau saham yaitu sebesar 80-100 % pada saham atau ada yang lebih longgar, misalnya 65-100 persen pada ekuitas. Kebijakan menetapkan rentang investasi yang lebih besar dimaksudkan agar pada saat pasar saham buruk, manajer investasi dapat meminimalkan portofolio sahamnya, dan selebihnya diinvestasikan pada instrumen yang menghasilkan bunga tetap seperti obligasi dan deposito. Pemilihan jenis saham mempengaruhi keuntungan reksadana yaitu apabila jenis saham yang dipilih sebagai komposisi portofolio dari reksadana tersebut adalah pada saham *big cap* yang memiliki kapitalisasi besar di bursa efek seperti Telkom, Indosat, dan Gudang Garam, serta pada saham *small cap*, dan *blue chips* maupun pada saham yang berorientasi ekspor yang bisa menghasilkan *capital gain*, dividen, maupun peningkatan harga bagi pemegang saham reksadana yang tentunya juga akan meningkatkan *net assets value* ( nilai aktiva bersih ) dari reksadana tersebut, karena NAV akan dipengaruhi oleh harga saham dan NAV mempengaruhi harga pasar reksadana. Selain pertimbangan tersebut di atas, dalam memilih saham, suatu perusahaan reksadana melihat pada kondisi fundamental masing-masing emiten. Pertimbangan kinerja dari perusahaan emiten membuat manajer investasi selalu mengevaluasi alokasi portofolionya secara reguler, untuk mendapatkan *return* yang maksimal. Pemilihan jenis saham yang menjadi komposisi dari portofolio dan rentang investasi yang ditetapkan manajer investasi yang sebagian besar sama, di duga menyebabkan *return* masing-masing reksadana saham adalah sama.

## BAB VI

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 6.1. Kesimpulan

Dari pembahasan yang telah dilakukan pada bab-bab sebelumnya, maka terdapat beberapa hal yang dapat diambil sebagai kesimpulan yaitu sebagai berikut :

1. Berdasarkan hasil evaluasi kinerja reksadana saham, selama 1 tahun ( Januari-Desember 1999 ) yang kemudian disusun peringkat kinerjanya menunjukkan bahwa ABN AMRO Indonesia Dana Saham memperoleh tingkat *differential return* terbesar yaitu 0,0037404 dan menduduki peringkat pertama. Sedangkan Reksadana Bima memperoleh nilai *differential return* yang terendah yaitu sebesar -7,7975682. Dari 20 reksadana saham yang diamati terdapat 4 reksadana saham yang memperoleh tingkat *differential return* yang positif yaitu ABN AMRO Indonesia Dana Saham, BNI Reksadana Berkembang, Dana Megah Kapital, dan Danareksa Mawar, sedangkan yang lainnya memperoleh tingkat *differential return* yang negatif. Hal ini berarti selama 1 tahun ( Januari – Desember 1999 ) rata-rata *differential return* reksadana saham adalah sebesar - 0,39053542 atau - 39,05 % dibawah tingkat keuntungan yang diharapkan atau hanya sebagian kecil saja dari investor yaitu sebesar 20 % dari investor yang memiliki unit penyertaan dari 20 reksadana saham yang diamati selama 1 tahun memperoleh tingkat keuntungan yang positif di atas tingkat keuntungan yang diharapkan. Hal ini menunjukkan

bahwa selama tahun 1999, investasi dalam reksadana saham tidak menguntungkan terbukti dengan banyaknya reksadana saham yang memperoleh nilai *differential return* negatif. Hal ini berakibat bahwa apabila investor ingin berinvestasi pada reksadana saham, sebaiknya memilih reksadana saham yang mempunyai kinerja yang terbaik yaitu yang memperoleh nilai *differential return* yang positif atau di atas SML, sedangkan apabila reksadana saham memperoleh nilai *differential return* yang negatif atau dibawah SML, sebaiknya tidak dipilih untuk dijadikan alternatif pilihan investasi.

2. Berdasarkan analisis statistik dapat disimpulkan bahwa untuk uji ANOVA atau uji secara keseluruhan untuk *return* masing-masing reksadana saham adalah bahwa secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada tingkat *return* masing-masing reksadana saham, jadi *return* masing-masing reksadana saham adalah sama. Hasil ini memberikan gambaran kepada investor bahwa apabila investor ingin berinvestasi melalui reksadana tidak perlu mempertimbangkan reksadana saham mana yang akan dipilih yang akan memberikan tingkat *return* atau tingkat keuntungan yang besar, karena *return* masing-masing reksadana saham adalah sama. Hal ini diduga disebabkan karena tidak terjadinya kebocoran informasi atau para manajer investasi reksadana tidak mendapatkan informasi privat yang tidak dipublikasikan yaitu para manajer investasi reksadana dalam menganalisis dan mendiversifikasikan investasi kurang memperoleh info yang relevan bagi pembentukan portofolio yang ditunjukkan dengan tidak terdapatnya *abnormal return* yang berlebihan

pada reksadana. Di samping itu adanya kebijakan investasi yang diambil oleh *fund manager* atau manajer investasi dalam menetapkan rentang investasi dan pemilihan jenis saham yang akan dijadikan komposisi portofolio dari reksadana tersebut adalah sama, apakah komposisi saham yang dipilih tersebut termasuk saham *big cap*, *small cap* ataukah *blue chips*.

## 6.2. Saran

Beberapa saran yang dapat dikemukakan antara lain adalah :

1. Bagi calon investor yang ingin menanamkan modalnya pada reksadana saham tidak perlu mempertimbangkan reksadana saham mana yang akan dipilih karena *return* masing-masing reksadana adalah sama.
2. Bagi investor, apabila memutuskan ingin berinvestasi melalui reksadana hendaknya melihat kinerja dari reksadana saham tersebut, dengan mengamati *differential return*-nya. Reksadana dengan tingkat *differential return* positif dan nilai yang makin besar adalah merupakan yang terbaik atau memiliki kinerja yang lebih baik dari yang lainnya.
3. Untuk penelitian selanjutnya bahwa untuk mengukur kinerja reksadana tidak hanya berpatokan pada *return* saja, tapi investor juga harus mengetahui risiko investasi tiap reksadana. Untuk mengukur risiko investasi, investor dapat membandingkan risiko portofolio reksadana dengan risiko portofolio acuan atau dengan portofolio yang sebanding dengan reksadana.
4. Untuk mencapai hasil penelitian yang maksimal, disarankan agar pada penelitian berikutnya menggunakan waktu pengamatan yang lebih lama

dengan jumlah sampel yang lebih banyak. Jumlah sampel yang sedikit diduga dapat menimbulkan beberapa masalah dalam kecukupan statistik, sehingga perlu dipertimbangkan untuk lebih memperpanjang periode tahun pengamatan.

### 6.3. Implikasi Hasil Penelitian

Evaluasi kinerja reksadana saham dilakukan untuk menentukan reksadana saham manakah yang mempunyai kinerja yang terbaik yang dapat diketahui dengan mengamati nilai *differential return* yang diperoleh oleh masing-masing reksadana. Bila suatu reksadana memperoleh nilai *differential return* yang positif dan nilainya adalah yang terbesar maka reksadana tersebut merupakan reksadana dengan kinerja terbaik. Kinerja reksadana ditentukan oleh adanya *track record return* yang besar atau mempunyai kinerja yang bagus di tahun sebelumnya yang akan mendorong investor untuk bergerak atau tertarik berinvestasi melalui reksadana.

Untuk calon investor yang ingin menanamkan modalnya pada industri reksadana saham, tidak perlu mempertimbangkan reksadana saham manakah yang akan memberikan *return* yang besar karena *return* masing-masing reksadana tergantung dari kebijakan manajer investasinya masing-masing dalam mengelola portofolionya. Adanya *performance* yang bagus dari manajer investasi reksadana yang menjalankan peranan sebagai pengelola investasi yang handal, yang memiliki sumber daya manusia yang *capable* di bidangnya yang didukung oleh kemampuan analisa yang prima, sistem pengelolaan portofolio dan sistem

pengendalian risiko, serta kemampuan melaksanakan transaksi investasi dengan efektif dan efisien, maka seorang manajer investasi harus didukung dengan kemampuan permodalan, fasilitas fisik, serta teknologi yang sesuai dan diperlukan tenaga pemasaran, penjualan, dan pelayanan yang baik yang di dukung oleh sistem administrasi penjualan dan sistem informasi yang memadai sehingga dalam mengelola reksadana dapat menghasilkan *return* atau tingkat keuntungan yang lebih tinggi apabila dibandingkan dengan investasi lainnya.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adler Haymans Manurung. 1997. *NAB dan Tingkat Pengembalian*. Glory Offset Press.
- . 1997. "Mutual Funds, Price War, and Investment Style". *Indonesian Capital Market Journal*. No 11 / VIII/ November. h.63-68.
- .1999. "Manajemen Portofolio dan Perkembangan Reksadana" . *Usahawan*. No. 03 TH. XXVII / Maret. h.24-29.
- Algifari. 1997. *Statistik Induktif untuk Ekonomi dan Bisnis*. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Mediasoft Indonesia. First Edition.
- Bursa Efek Jakarta.PT. 1996."Mendorong Investor Domestik Agar Melakukan Investasi dalam Reksadana". *Jurnal Pasar Modal Indonesia*. No. 7 / VII / Juli. h. 83-87.
- 1996."Reksadana, Batu loncatan Bagi Pemodal Pemula". *Jurnal Pasar Modal Indonesia*. No. 10 /VII/ Oktober. h. 18-26.
- 1997."Pasang Naik Reksadana --Dampaknya Sampai Dimana". *Jurnal Pasar Modal Indonesia*. No. 03/ VII / Maret. h.65-71.
- Chang, Eric C. and Wilbur G Lewellen. 1984. " Market Timing and Mutual Fund Investment Performance". *Journal of Business*. 57. pp. 57-72.
- Darryll, Hendricks. Jayendu, Patel and Zeckhauser, Richard. 1993. " Hot Hands in Mutual Funds : Short Run Persistence of Relative Performance 1974-1988". *Journal of Finance*. 48.
- Elton, E.J. and M.J. Gruber. 1994. *Modern Portfolio Modern Theory and Investment Analysis*. John Wiley and Sons. Inc. New York. Fourth Edition.
- Faried Harianto dan Siswanto Sudomo. 1998. *Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*. PT. BEJ Jakarta.
- Grinbalt, M. 1992. " The Persistance of Mutual Fund Performance". *The Journal of Finance*. 47. 1977-1984.

- Haryono Subiyakto. 1994. *Praktikum Statistika Dengan Program Microstat*. Bagian Penerbitan Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN. Yogyakarta.
- Henriksson, Roy T. 1984. "Market Timing and Mutual Fund Performance : An Empirical Investigation". *Journal of Business*. 57. pp. 73-96.
- Ippolito, R.A.. 1989. "Efficiently with Costly Information : A Study of Mutual Fund Performance 1965-1984". *Journal of Economics*.
- . 1993. "On Studies of Mutual Fund Performance 1962-1991". *Financial Analysts Journal*.
- Iwan P dan Pontjowinoto .1986. *Peran Manajer Investasi dalam Reksadana*. Glory Offset Press.
- J. Supranto. 1994. *Statistik Teori dan Aplikasi*. Erlangga. Jakarta.
- Jogiyanto. 1998. *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*. BPFE. Yogyakarta.
- Jones, Charles P. 1996. *Investment Analysis and Management*. John Willey and Sons. Fifth Edition.
- Jensen, Michael C. 1968. "The Performance of Mutual Funds in The Period 1945-1964". *The Journal of Finance*. 23. pp. 389-416.
- Malkiel, G, Burton.1995. "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991". *The Journal of Finance*. Vol L No. 2. Juni. pp.549-572.
- Masri Singarimbun dan Sofian Effendi. 1989. *Metode Penelitian Survei*. LP3ES. Jakarta.
- Sawidji Widodoatmojo. 1996. *Cara Sehat Investasi Di Pasar Modal*. PT. Jurnalindo Aksara Grafika. Jakarta.
- Sharpe, William. F. 1966. "Mutual Fund Performance". *Journal of Business*. 39. pp. 119-138.
- and Gordon .J. Alexander and V Bailey. 1995. *Investment*. Prentice Hall. New York.
- Suad Husnan. 1994. *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- .1998. "Pengujian CAPM di BEJ Periode 1994-1997 : Standard CAPM ataukah Zero Beta". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol 13 No. 4.



Srivastava, Suresh, C. and Essayyad, Musa. 1994. "Investigating a New Methodology for Ranking International Mutual Funds". *Journal of Economics and Finance*. Vol. 18. Number 3. Pp. 241-260.

Wahyu Hidayat dan Henry Salassa Go. 1997. *Evaluasi Kinerja Portofolio ( studi kasus terhadap 6 Reksadana Di Indonesia )*. Tesis Program MM UGM (tidak dipublikasikan ).

Yuni Elvira dan Fiteriyanto. 1997. "NAB Reksadana Berlomba Dengan Tingkat Suku Bunga". *Jurnal Pasar Modal Indonesia*. No. 06 / VIII/ Juni. h.20-25.